

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA NÁRODOHOSPODÁŘSKÁ

Role amerického dolaru jako světové měny a potenciál eura tuto roli převzít

The Role of American Dollar as an International Currency and a Potential of Euro
to Take over this Role

Student: Bc. Gabriela Neuvirtová

Vedoucí diplomové práce: Ing. Zuzana Kučerová, Ph.D.

Ostrava 2011

„Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.“

V Ostravě 28. dubna 2011

.....

Bc. Gabriela Neuvirtová

Děkuji vedoucí diplomové práce, Ing. Zuzaně Kučerové, Ph.D., za cenné rady a připomínky v průběhu vypracovávání diplomové práce.

OBSAH

1	Úvod.....	1
2	Mezinárodní měnový systém.....	3
2.1	Historie mezinárodního měnového systému.....	3
2.1.1	Zlatý standard	4
2.1.2	Meziválečné období.....	5
2.2	Brettonwoodský měnový systém	6
2.3	Měnový kurz.....	8
2.3.1	Faktory ovlivňující měnový kurz v dlouhém období	9
2.3.2	Faktory ovlivňující měnový kurz v krátkém období	10
2.4	Druhy režimů měnových kurzů	12
2.4.1	Režim plovoucího kurzu.....	13
2.4.2	Režim fixního kurzu	14
2.5	Intervence na devizových trzích	16
2.6	Světová měna	19
2.7	Dílčí závěr.....	19
3	Historický vývoj amerického dolaru jako světové měny	20
3.1	Vznik amerického dolaru	20
3.2	Příčiny vzniku světové měny	21
3.3	Americký dolar světovou měnou	23
3.3.1	Konec britské libry jako vedoucí světové měny a nástup amerického dolaru.....	23
3.3.2	Americký dolar v období brettonwoodského měnového systému.....	29
3.3.3	Americký dolar v letech 1970 – 1998	31
3.4	Dolarizace	35
3.5	Dílčí závěr.....	36
4	Komparace eura a amerického dolaru z pohledu světové měny	37
4.1	Vznik společné měny euro.....	37
4.2	Sporné body existence eurozóny	38
4.3	Komparace USA a eurozóny ve vybraných ukazatelích.....	39
4.3.1	Podíl USA a eurozóny na světovém HDP	39
4.3.2	Otevřenost ekonomiky USA a eurozóny	40
4.4	Vývoj měnového kurzu USD/EUR.....	41
4.5	Komparace USD a EUR ve funkci rezervní měny	44
4.5.1	Vztah měnového kurzu USD/EUR a podílu eura (dolaru) ve světových devizových rezervách	48
4.6	Komparace USD a EUR ve funkci mezinárodního platidla	51

4.7	Komparace USD a EUR ve funkci ukládací měny	52
4.8	Dílčí závěr	54
5	Závěr	56
	Seznam použité literatury	58
	Seznam zkratk	
	Seznam grafů	
	Seznam tabulek	
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
	Seznam příloh	

1 Úvod

Americký dolar je vedoucí světovou měnou již několik desítek let. Za tuto dobu bylo mnohokrát avizováno, že ztrácí svou vedoucí pozici a jeho nadvláda ve světové ekonomice skončí. Nicméně se tak nestalo a americký dolar je i nadále hlavní měnou ve funkci rezervní měny, ukládací měny i mezinárodního platidla. Se vznikem eura v roce 1999 se však začalo hovořit o vytvoření konkrétního plnohodnotného konkurenta americkému dolaru. Existují tudíž názory, že euro se stane v budoucnu vedoucí světovou měnou, ale i názory, že euro se jí nikdy nemůže stát.

Cílem této diplomové práce je posoudit potenciál eura stát se vedoucí světovou měnou, a tak převzít roli vedoucí světové měny od amerického dolaru, který ji stále plní.

V diplomové práci je použita metoda popisná a metoda komparace, na základě které je komparován vývoj eura a amerického dolaru ve funkci rezervní měny, ukládací a ve funkci mezinárodního platidla. Komparována je i ekonomika USA a eurozóny ve vybraných ukazatelích. Jednotlivá srovnání jsou dále využita ke zkoumání možnosti eura stát se vedoucí světovou měnou vzhledem k tendencím, kterými obě měny disponují.

První kapitola tvoří základ k analýze role amerického dolaru a eura ve světové ekonomice. Zabývá se historickým vývojem mezinárodního měnového systému, který je třeba znát k pochopení současné situace a důvodu, proč se stal americký dolar vedoucí světovou měnou. Potřeba vytvořit mezinárodní měnový systém je spojena s potřebou podpořit ekonomický růst aktivitami mimo domácí ekonomiku, tudíž se musel mezinárodní měnový systém nutně vyvinout s rozvojem světového hospodářství. Důležitým prvkem mezinárodního měnového systému je měnový kurz, k jehož (ne)řízení zaujímají hospodářsko-politické autority různých zemí odlišné postoje na základě toho, jaký je zvolen režim měnového kurzu. Režim fixního kurzu většinou předurčuje, že země bude muset držet větší objem devizových rezerv, než kdyby zvolila režim plovoucího kurzu, a to z důvodu potřeby intervenčních zásahů na devizových trzích k ovlivnění měnového kurzu požadovaným směrem. A právě popisem intervencí na devizových trzích se první kapitola rovněž zabývá.

Druhá kapitola se věnuje historickému vývoji amerického dolaru v roli vedoucí světové měny. Prvenství převzal americký dolar od britské libry, ale datování vzniku

amerického dolaru jako vedoucí světové měny je sporným bodem. Někteří ekonomové totiž tvrdí, že se americký dolar stal vedoucí světovou měnou již po 1. světové válce, kdy se USA přeměnily ze země dlužnické v zemi věřitelskou. Ostatní ekonomové dávají přednost pozdějšímu datování, které koresponduje s vytvořením bretton-woodského měnového systému a stanovení amerického dolaru klíčovou měnou tohoto systému. Pokud se však americký dolar stal vedoucí světovou měnou již ve 20. letech 20. století, bretton-woodský měnový systém jej v nabyté hegemonii určitě podpořil. Americký dolar se tak stal hlavní měnou ve všech funkcích, které má světová měna splňovat a navíc měnou využívanou k oceňování důležitých surovin stejně jako k dolarizaci.

Třetí kapitola se zabývá komparací amerického dolaru a eura v jednotlivých funkcích světové měny v letech 1999 – 2010 a zkoumá, zda má euro potenciál stát se vedoucí světovou měnou. Jelikož se post vedoucí světové měny odvíjí také od ekonomické významnosti státu, který vedoucí světovou měnu emituje, byla komparována i ekonomika USA a eurozóny ve vybraných ukazatelích. Možnost eura stát se vedoucí světovou měnou se odvíjí mimo jiné od vývoje měnového kurzu USD/EUR, jehož vztahu k podílu eura ve světových devizových rezervách se kapitola rovněž věnuje.

Tato diplomová práce se tedy zaměřuje na dvě nejdůležitější měny ve světové ekonomice, kterými americký dolar a euro bezesporu jsou.

2 Mezinárodní měnový systém

Mezinárodní měnový systém je dle Němečka (2000, s. 11) souborem vzájemných vazeb mezi měnami a režimy měnových kurzů jednotlivých států. Současně s vývojem mezinárodního měnového systému se vytvářel i mezinárodní finanční systém, který Němeček (2000, s. 11) vymezuje jako „...systém finančních vztahů v procesu mezinárodního pohybu peněžního kapitálu a v procesu mezinárodního platebního styku“. Za jádro mezinárodního finančního systému tak můžeme označit mezinárodní měnový systém, jak uvádí Isard (2005, s. 13).

2.1 Historie mezinárodního měnového systému

Za vznikem mezinárodního měnového systému stála potřeba vytvořit systém měnových kurzů, který by se nevyznačoval vysokou volatilitou. Bez tohoto systému by státy mohly jen stěží profitovat z transakcí mezi nimi provedenými, které se neobejdou bez výměny cizích měn. Pokud půjdeme ještě hlouběji, tak za vznikem systému měnových kurzů stojí fundamentálnější potřeba – potřeba podpořit ekonomický růst. Tento systém se tak musel nutně vyvinout s rozvojem světového hospodářství. Také podstata systému a role příslušných institucí figurujících v mezinárodním měnovém systému se vyvíjely s rozvojem světového hospodářství, ale i s měnícími se ekonomickými prioritami a záměry zúčastněných zemí.¹

Kořeny vzniku mezinárodního měnového systému můžeme vidět už ve vzniku platidel. Tedy v době, kdy byl barterový obchod vystřídán všeobecně uznávanými druhy komodit. Všeobecně uznávané platidlo mohly představovat různé předměty a s postupem času se jako nejvhodnější způsob ukázalo používání vzácných kovů, zejména zlata a stříbra. Na tento vývoj samozřejmě navázalo ražení mincí a vznik papírových bankovek.

Vzhledem k rozvoji platidel a rozvoji obchodu se musel zákonitě rozvíjet i mezinárodní obchod. K podpoře mezinárodního obchodu bylo potřeba vytvořit měnové kurzy a režimy měnových kurzů, což, jak jsem výše zmínila, je podstatou mezinárodního měnového systému. Nicméně vytvoření takového systému není otázkou vyjednávání mezi státy a následné dohody. Takový způsob je spíše výjimkou v minulosti, se kterou se však můžeme setkat v případě brettonwoodských dohod. Měnová opatření se spíše budují na

¹ Isard (2005, s. 13)

základě rozhodnutí, která již provedly okolní země a jejich rozhodnutí jsou založena na základě předchozích rozhodnutí jiných zemí. Je tedy očividné, že jednotlivá měnová opatření jsou dílem historického vývoje a za počátek těchto opatření a počátek vzniku mezinárodního měnového systému můžeme dle Eichengreena (1996, s. 6) považovat britské spíše náhodné zavedení zlatého standardu v 18. století.

2.1.1 Zlatý standard

Systém zlatého standardu byl poprvé zaveden ve Velké Británii. Díky tehdejšímu postavení Velké Británie, jakožto vedoucí velmoci 19. století, došlo k přejímání tohoto systému zeměmi, které chtěly obchodovat s britskými ostrovy nebo si od nich půjčovat finanční prostředky. A tak vlastně vznikl systém fixních měnových kurzů.²

Udává se, že éra zlatého standardu začala plně fungovat koncem 70. let 19. století. Když pominu ekonomické postavení Velké Británie, tak bylo jeho zavedení v mnoha evropských zemích výsledkem několika událostí. Evropské země v té době čelily narůstajícím problémům spojeným se zavedeným bimetalickým standardem. Země také čelily snížení tarifních opatření, které snížily i náklady spojené s přesunem zboží, což mělo za následek růst objemu mezinárodních transakcí, a tedy i oběhu zahraničních měn (zejména stříbrných mincí). Jelikož neměly všechny státy stejné množství stříbra v daných mincích, docházelo střídavě k odlivu těch mincí z oběhu, které měly obsah stříbra největší. Aby mohl tento trend skončit, Belgie, Francie, Itálie a Švýcarsko vytvořily dohodu o obsahu stříbra v mincích. Některé další země byly přizvány, ale nakonec se této dohody nezúčastnily. Navíc následně vypukla Prusko-francouzská válka, která donutila Francii, Rusko, Itálii a Rakousko-Uhersko pozastavit směnitelnost jejich měn. Najednou se Velká Británie se svým zlatým standardem jevila jako ostrov měnové stability. K rozšíření zlatého standardu přispěla i skutečnost, že se pro jeho užívání rozhodlo Německo (druhá nejdůležitější evropská velmoc té doby), které kvůli vyhlášení nesměnitelnosti určitých měn, nebylo schopno obchodovat s východem. Jelikož jeho velká část zahraničního obchodu probíhala i s Británií, rozhodlo se Německo přejít na zlatý standard, který následně převzaly i další země.³ Koncem 19. století užívaly zlatý standard už všechny evropské země vyjma Španělska. Připojily se i Spojené státy americké a se zavedením zlatého standardu v Rusku a Japonsku se zapojily i některé další asijské státy a státy

² Eichengreen (1996, s. 7)

³ Eichengreen (1996, s. 16)

Latinské Ameriky. Dle Eichengreena (1996, s. 20) však nejčistší formu zlatého standardu, tedy standard zlaté mince, realizovalo jen pár zemí.

Dodržování zlatého standardu spočívalo v krytí příslušné měny zlatem a její směnitelnosti za zlato v předem daném poměru. Uvádí se, že tento systém se udržoval od 70. let 19. století do roku 1914, kdy začaly státy rušit zlatý standard kvůli vypuknutí 1. světové války, která vyvolala nutnost tištění peněz z důvodu financování válečných výdajů. Tudíž se zlatý standard stal neudržitelným. I přes některé další odklony byl však zlatý standard udržován v různých obdobích až do 70. let 20. století.⁴

2.1.2 Meziválečné období

V době rozpoutání se 1. světové války začaly vlády jednotlivých zemí vydávat zákazy na směňování domácí měny za zlato ve fixním poměru a také na volné mezinárodní obchodování se zlatem. Drahé kovy se totiž staly platidlem pohonných hmot, kterých bylo potřeba pro válečné stroje. Pro financování dalších válečných potřeb se získávaly prostředky z nových daní, nově vydaných vládních dluhopisů a nakonec i tištěním peněz.⁵

Tištění různé míry nekrytých papírových peněz v různých zemích způsobilo velké výkyvy v měnových kurzech. Poválečné období 1919 – 1924 se však vyznačovalo volně plovoucími měnovými režimy, takže centrální banky neprováděly kurzové intervence. V uvedené době se objevovaly i snahy znovu obnovit zlatý standard. V podstatě všechny země chtěly dříve či později obnovit zlatý standard, který byl považován za znak finanční stability, ale díky poválečným ekonomickým podmínkám klíčových zemí a díky rozdílným ekonomickým prioritám to nebylo hned po válce možné. Pouze Spojené státy americké (USA) byly připraveny zlatý standard zavést, a to už v červnu 1919. Ve větším měřítku byl zlatý standard používán v letech 1925 – 1931. Nejvíce k tomu přispělo opětovné zavedení zlatého standardu ve Velké Británii. Jednotlivé země si stanovily paritu dle svého uvážení, což mělo za následek, že některé země kurz podhodnotily a jiné nadhodnotily. Proto měly některé země problém konkurovat producentům z jiných zemí a musely udržovat restriktivní monetární politiku. Na druhou stranu ostatní země měly přebytek na běžném účtu a disponovaly obrovským množstvím mezinárodních rezerv.⁶ Velká Británie stanovila směnný kurz na předválečné hodnotě, a to přes Keynesovy protesty, že libra tak bude silně

⁴ Frait (1998, s. 156)

⁵ Eichengreen (1996, s. 46)

⁶ Isard (2005, s. 22)

nadhodnocena, což se nakonec ukázalo pravdou. Velká Británie začala čelit poklesu poptávky po britském zboží a vysoké nezaměstnanosti, a aby udržela kurz na zvolené hodnotě, byla nucena zavést vysoké úrokové míry. Tyto problémy provázely Velkou Británii až do počátku 30. let 20. století, tedy do doby, kdy musela opustit zlatý standard z důvodu velké hospodářské krize.⁷ Nicméně celé toto období urychlilo konec Velké Británie jakožto nejdůležitější světové finanční velmoci, za kterou byla v minulosti považována.⁸

Velkou hospodářskou krizi odstartoval černý pátek na New Yorské burze v roce 1929. Machala (2004) uvádí, že černý pátek byl vyvrcholením chybně navolené americké měnové politiky, která vedla k úvěrové expanzi, podpoře přehřívání ekonomiky a k vysokým cenám akcií. Následujících pár let bylo ve znamení rozšiřující se deprese. Jednotlivé země postupně opouštěly zlatý standard a vznikl tak smíšený měnový systém.⁹ Světová ekonomika začala trpět konkurenčními devalvacemi a silným protekcionismem, který signalizoval selhání mezinárodní spolupráce.¹⁰ Ostatně analýza příčin a důsledků velké hospodářské krize poukázala na absenci koordinovaného postupu jednotlivých zemí při řešení krizových problémů, a tudíž poukázala i na nutnost spolupráce v měnové oblasti. Z těchto důvodů se už v průběhu 2. světové války věnovala velká pozornost poválečnému měnovému uspořádání. První snahy o spolupráci se ale objevily už v roce 1936, kdy se Francie, Velká Británie a Spojené státy americké dohodly na koordinovaném postupu a využití řízeného floatingu. Nicméně vypuknutí 2. světové války, jak píše Frait (1998, s. 160), nakonec znamenalo zavedení přísných měnových kontrol a konec klasického zlatého standardu.

2.2 Brettonwoodský měnový systém

V červenci 1944 se konala konference v Bretton Woods v USA, kde byly položeny základy mezinárodní měnové spolupráce. Výsledkem zmíněné konference bylo založení Mezinárodního měnového fondu (IMF), Mezinárodní banky pro obnovu a rozvoj, bylo dohodnuto založení Všeobecné dohody o clech a obchodu (GATT) a zavedení bretonwoodského měnového systému, jehož klíčovou měnou byl americký dolar. USA totiž vyšly z 2. světové války jako světová ekonomická velmoc, která disponovala více než

⁷ Eichengreen (1996, s. 59)

⁸ Krugman, Obstfeld (2009, s. 512)

⁹ Frait (1998, s. 159)

¹⁰ Isard (2005, s. 24)

polovinou výrobních kapacit a držela velkou část světových zásob zlata. Proto byl brettonwoodský systém založen na směnitelnosti dolaru za zlato.¹¹

Je tedy očividné, že zlato zaujímalo stále významnou roli v mezinárodním měnovém systému. Měny členských států brettonwoodského systému byly zafixovány na americký dolar ve zvolené měnové paritě a Spojené státy byly připraveny kdykoliv směnit americké dolary za zlato¹². Původní fixní cena byla nastavena na 35 dolarů za unci zlata. Ale právě vazba na dolar a zlato byla slabinou brettonwoodského systému. Do konce 50. let 20. století se sice brettonwoodský systém nesetkal s velkými obtížemi, avšak v následujících letech se situace změnila. V důsledku růstu držby dolarů v zahraničí zde vznikaly dolarové přebytky, které se centrální banky snažily stále více směňovat za zlato, čímž došlo ke snížení rezerv zlata a zároveň ke zvýšení nabídky amerických dolarů. Začaly vznikat pochybnosti o schopnosti Spojených států dodržet směnitelnost dolaru za zlato a obavy z devalvace dolaru vůči zlatu. Americká centrální banka ve snaze řešit tyto problémy odrazovala americké občany od nákupů zlata. Toto opatření však mělo minimální vliv, hlavně z důvodu odmítnutí realizace tohoto kroku ostatními centrálními bankami. V roce 1968 byl vytvořen dvoustupňový trh zlata, který znamenal rozdělení trhu zlata na soukromý a trh pro centrální banky. Na soukromém trhu byla cena odvozena od tržní ceny, zatímco na trhu pro centrální banky byla cena zachována na stávající úrovni. Avšak ani toto opatření nezastavilo odliv zlata z USA.¹³

Frait (1998, s. 165) uvádí, že pochybnosti o schopnosti USA dodržet směnitelnost dolaru za zlato a možnost celkového kolapsu stávajícího systému vedly k přesvědčení vlád evropských zemí, že je třeba vytvořit další eventuální aktiva, která by nahradila roli dolaru a zlata. První pokusy o vytvoření takového aktiva, konkrétně tzv. složené rezervní jednotky, byly však zamítnuty. Až v roce 1967 se podařilo prosadit vznik jednotky Zvláštního práva čerpání (SDR), která dodnes existuje, nicméně ji nelze použít pro soukromé účely, jen k transakcím mezi centrálními bankami členských zemí IMF.

V prosinci 1971 nakonec došlo k mezinárodní dohodě o devalvaci dolaru vůči zlatu v prosinci 1971 na 38 USD za unci zlata a revalvaci měn členských států vůči dolaru. Také se rozšířilo pásmo oscilace kolem nových centrálních parit na $\pm 2,25\%$ z původního $\pm 1\%$. Členské státy Evropských společenství toto rozpětí považovaly za příliš široké, a

¹¹ Mishkin (2009, s. 471)

¹² Proto se někdy brettonwoodský systém označuje jako zlatý měnový standard.

¹³ Marková (2006, s. 46)

tak se dohodly na oscilačním pásmu $\pm 1,125 \%$, které měny členských států ES budou mezi sebou udržovat, a to v rámci tunelu. Proto vzniklo označení „had“ v tunelu. V rámci tunelu resp. hada došlo k dohodě mezi státy Beneluxu udržovat vzájemné kurzy v oscilačním pásmu $\pm 0,75 \%$, a tak se vžilo označení červ v hadovi v tunelu.¹⁴

Poslední záchrannou akcí brettonwoodského systému byla devalvace dolaru na 42,22 dolaru za unci zlata. Dělo se tak z důvodu nové dolarové krize, která se projevovala dalším prodejem dolarů. Avšak ani toto opatření nezastavilo nestabilitu dolaru, což nakonec vyvrcholilo zavedením plovoucích měnových kurzů vůči dolaru ze strany několika zemí a rozpadem brettonwoodského systému.¹⁵ Zlato tak definitivně ztratilo důležitou roli v mezinárodním měnovém systému, avšak dodnes zůstalo významnou komoditou a oblíbeným obchodním aktivem.

Další vývoj mezinárodního měnového systému je spjat se silnými turbulencemi z důvodů dvou ropných krizí v 70. letech, které měly takové důsledky, že návrat k systému fixních kurzů již nebyl možný. Jediným východiskem byl kurz plovoucí, a proto v roce 1975 IMF doporučila jeho využívání svým členům.¹⁶ V Evropě se už delší dobu s určitými přestávkami usilovalo o vytvoření měnové unie, která pak vznikla v roce 1979. Rozvoj této myšlenky došel v současnosti do podoby Evropské hospodářské unie se společnou měnou euro, které je v současné době největším konkurentem USD.

2.3 Měnový kurz

Z předchozího textu vyplynulo, že měnový kurz je jeden ze stavebních kamenů mezinárodního měnového systému. Měnový kurz představuje cenu jedné měny vyjádřenou v jiné měně, a proto jsme schopni porovnat ceny zboží i služeb obchodovaných v jednotlivých zemích. Díky této schopnosti měnové kurzy jednotlivých měn a jejich změny zaujímají tak důležitou roli v mezinárodním obchodě. S fluktuací měnových kurzů¹⁷ se mění relativní ceny domácího a zahraničního zboží. Depreciace domácí měny vede k relativnímu zdražování zahraničních výrobků, a proto podporuje export, neboť se domácí zboží jeví cizozemcům relativně levnější. Na druhou stranu apreciacie domácí měny teoreticky povede k růstu importu, neboť zahraniční zboží se jeví jako relativně levnější.

¹⁴ Marková (2006, s. 149)

¹⁵ Marková (2006, s. 48)

¹⁶ Frait (1998, ss. 169-170)

¹⁷ Pro zjednodušení beru v úvahu pouze směnitelné měny v prostředí volného trhu.

Stejně jako rovnovážné ceny ostatního zboží, tak i rovnovážná hodnota jedné měny vyjádřena v jiné je determinovaná průnikem nabídky a poptávky po dané měně. Nabídka i poptávka jsou ovlivňovány různými faktory, díky kterým dochází k fluktuaci měnového kurzu.¹⁸ Zjednodušeně tedy můžeme říct, že vše, co vede k růstu či poklesu poptávky po domácím zboží a službách nebo k poklesu po zahraničním zboží a službách, povede i k apreciaci respektive deprecii měny. Faktory ovlivňující měnový kurz dané měny se však mohou lišit v dlouhém a krátkém období.¹⁹

2.3.1 Faktory ovlivňující měnový kurz v dlouhém období

Mishkin (2009, s. 439) uvádí celkem čtyři faktory, jež ovlivňují měnový kurz v dlouhém období:

Cenová hladina

Pokud roste cenová hladina zboží v České republice (ČR) a zároveň v zahraničí zůstává cenová hladina stejná, pak dojde k poklesu poptávky po českém zboží, což má za následek i pokles poptávky po české koruně, a tedy její deprecii. Zároveň pokud poroste cenová hladina např. v Německu a cenová hladina v ČR zůstane stejná, mělo by teoreticky dojít k nárůstu poptávky po českém zboží, a tedy k apreciaci české koruny.

Bariéry obchodu

Tento faktor se týká bariér omezujících volný obchod, jako jsou např. cla a kvóty. Mishkin (2009, s. 440) jej vysvětluje na konkrétním příkladu s americkou ocelí. Pokud Spojené státy americké navýší cla na dováženou ocel, stane se tato ocel relativně dražší vzhledem k domácí americké oceli, a tak dojde k růstu poptávky po americké oceli a růstu poptávky po americkém dolaru, a proto i k jeho apreciaci.

Nárůst preference domácího zboží ze strany zahraničních spotřebitelů

Pokud vzroste oblíbenost českých výrobků např. ze strany slovenských spotřebitelů, poroste i poptávka po české koruně a dojde k tlaku na apreciaci měny. Slovenští spotřebitelé však budou pokračovat v nákupu českých výrobků i při vyšších cenách, neboť mají určité preference k těmto výrobkům.

¹⁸ Krugman, Obstfeld (2009, s. 321)

¹⁹ Mishkin (2009, s. 438)

Růst produktivity, který se častěji projevuje u obchodovatelného zboží spíše než neobchodovatelného, je spojen většinou i s relativním poklesem cen zboží vzhledem k zahraničnímu zboží. Tato situace povede k růstu poptávky po domácím zboží, a tedy k apreciaci měny v dlouhém období.

2.3.2 Faktory ovlivňující měnový kurz v krátkém období

Ke změnám měnových kurzů dochází nejen dlouhodobě. Měnové kurzy totiž kolísají i během dne. Důvodem změn však není jen vliv importu a exportu zboží. Protože měnový kurz udává i relativní cenu např. obligací, vkladů apod., a s těmi se v současnosti obchoduje mnohem častěji než je tomu u transakcí týkající se importu a exportu, bude právě poptávka po těchto aktivech a jejich nabídka mnohem více ovlivňovat změny měnového kurzu.²⁰ K těmto změnám dochází dle Krugmana a Obstfelda (2009, s. 327) na základě změn úrokové míry a očekávaných změn v měnovém kurzu dané měny vzhledem k jiné měně. Tyto dva faktory ovlivňují měnový kurz skrze míru výnosnosti daných aktiv. Pokud míra výnosnosti např. obligací denominovaných v dolarech klesá, tak za jinak neměnných podmínek klesá i poptávka po daných aktivech a dojde k depreciaci dolaru. Nicméně předpoklad neměnných podmínek dalších proměnných nás přivádí k zjednodušení, které se v realitě často nevyskytuje. Proto zde musíme zmínit i další proměnné, a to zejména vliv rizika a likvidity. Jelikož je většina lidí averzní k riziku, zvláště když se jedná o finanční rozhodnutí, bude platit za jinak neměnných podmínek, že s růstem rizika relativně k jiným aktivům bude klesat poptávka po těchto aktivech a měna, ve které jsou denominována tato aktiva, by měla teoreticky depreciovat. Stejně tak při poklesu likvidity. Likvidita totiž vyjadřuje rychlost, s jakou může být aktivum směněno v hotovost s co nejnižšími náklady. A právě držba likvidních aktiv je preferována před držbou relativně méně likvidních aktiv. Proto při poklesu likvidity klesá i poptávka po daných aktivech.²¹ V následujícím textu však nebudu vliv likvidity a rizika, popř. dalších proměnných, brát v úvahu.

Za předpokladu, že máme depozita ve dvou měnách (USD a CZK), je třeba porovnat, které depozitum je výnosnější, a to na základě porovnání míry výnosnosti. Míru

²⁰ Mishkin (2009, s. 441)

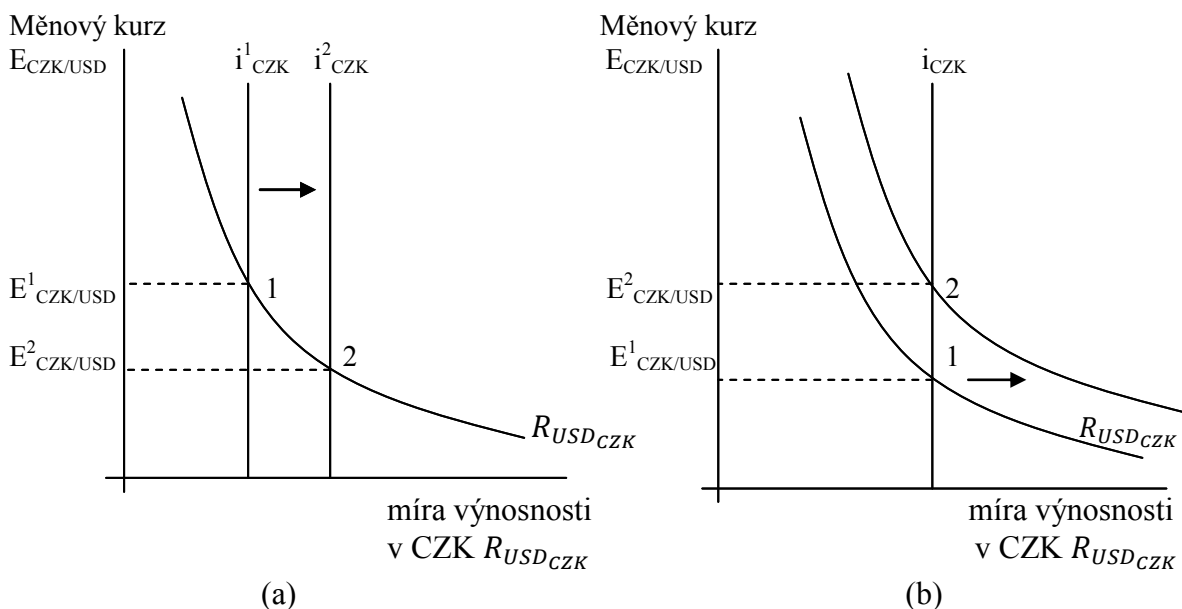
²¹ Mishkin (2009, s. 93)

výnosnosti dolarových depozit vyjádřených v českých korunách vypočteme následujícím způsobem:

$$R_{USD_{CZK}} = i_{USD} + \frac{E_{CZK/USD}^e - E_{CZK/USD}}{E_{CZK/USD}} \quad (1)$$

kde i_{USD} je úroková míra depozit v amerických dolarech a $\frac{E_{CZK/USD}^e - E_{CZK/USD}}{E_{CZK/USD}}$ vyjadřuje míru apreciace/depreciace CZK vůči USD během doby držení zahraničního depozita.²² Nyní je jasné, proč změny úrokových měr či očekávané fluktuace měnového kurz ovlivňují měnový kurz skrze míru výnosnosti aktiv. Tyto dvě veličiny totiž tvoří míru výnosnosti aktiv. Pokud bude míra výnosnosti aktiv denominovaných v různých měnách stejná, bude dosaženo rovnováhy na devizovém trhu. V případě, že Česká republika přistoupí k restriktivní monetární politice, stoupne úroková míra a míra výnosnosti za jinak neměnných podmínek také vzroste. Tato situace povede k apreciaci domácí měny, jak je vidět v grafu (2.1a). Zatímco růst zahraniční úrokové míry povede k depreciaci domácí měny, jak je vidět z grafu (2.1b)

Graf 2.1 Vliv růstu domácí (a) a zahraniční (b) úrokové míry na měnový kurz CZK



Zdroj: Krugman, Obstfeld (2009, s. 342)

²² Krugman, Obstfeld (2009, s. 340)

Vliv pohybu měnového kurzu lze rovněž vysvětlit v grafu (2.1b). Jestliže předpokládáme depreciaci CZK vůči USD, dojde k růstu míry výnosnosti dolarových (zahraničních) aktiv, a tak se posune křivka doprava, což povede k depreciaci domácí měny.²³

Obecně ekonomické teorie vyžadují větší či menší míru zjednodušení, a proto, jak už jsem v této subkapitole (2.3) uvedla, jsem abstrahovala od několika proměnných. Díky tomuto zjednodušení jsem však popsala základní faktory, které jsou příčinami fluktuací měnových kurzů.

2.4 Druhy režimů měnových kurzů

Na základě historického vývoje vzniklo hned několik režimů měnových kurzů. V subkapitole (2.2) jsem naznačila, že jednotlivé historické etapy se vyznačovaly odlišnými režimy měnového kurzu. V současné době dochází k prolínání těchto historických etap a obecně lze tak říci, že se používají všechny typy režimů měnových kurzů. Ty se liší jednak pravidly, které se využívají při determinaci měnového kurzu, ale také pravidly, které se využívají pro řízení měnového kurzu při provádění mezinárodních transakcí.²⁴ Rozdílné režimy měnových kurzů vyžadují i rozdílné zásahy centrálních bank při udržování zvoleného režimu. Stejně tak se liší úloha vlády a trhu při determinaci kurzu v jednotlivých režimech měnového kurzu.²⁵

Při klasifikaci režimu měnového kurzu musíme prvně rozlišit, zda se jedná vůbec o měnu směnitelnou, tzv. pružnou, anebo jde o případ měny nesměnitelné, tedy nepružné. Pokud je měna nesměnitelná, její relativní hodnota ve vztahu k jiné měně je stanovena centrálními orgány státu, z dlouhodobého hlediska je nepohyblivá, a tedy se nepřizpůsobuje změnám na devizových trzích. Zatímco pokud je měna směnitelná, její směnitelnost může být částečně omezena nebo zcela neomezena.²⁶ Tyto měny jsou předmětem koupě a prodeje na devizových trzích. Režimy měnových kurzů směnitelných měn dělíme do dvou základních skupin, a to na plovoucí a fixní.

²³ Krugman, Obstfeld (2009, s. 343)

²⁴ Daniels, VanHoose (1999, s. 74)

²⁵ Durčáková, Mandel (2007, s. 363)

²⁶ Durčáková, Mandel (2007, s. 366)

2.4.1 Režim plovoucího kurzu

Režim plovoucího kurzu, tzv. floating, nechává hodnotu měnového kurzu plavat. Podle toho do jaké míry nechá centrální banka, měnový kurz plavat, rozlišujeme volně plovoucí kurzový režim (free floating) a režim plovoucího kurzu s řízenou pohyblivostí (managed floating).

2.4.1.1 Režim volně plovoucího kurzu

V tomto režimu se kurz měny pohybuje bez intervenčních zásahů, tedy bez nákupu či prodeje domácí měny centrální bankou s cílem posílit či oslabit měnový kurz domácí měny, a je zcela determinován tržními silami. Reaguje na změny nabídky a poptávky na devizovém trhu, které jsou ovlivněny vývojem inflace a úrokové míry, a proto i měnový kurz je skrze tyto veličiny ovlivňován.²⁷ Krugman, Obstfeld (2009, s. 533) uvádí, že výhody tohoto měnového režimu jsou založeny na následujících argumentech:

1. nezávislá monetární politika – vzhledem ke skutečnosti, že se centrální banka nemusí zabývat udržováním měnového kurzu, může svou monetární politiku zaměřit na dosažení vnitřní i vnější rovnováhy,
2. měnový kurz jako automatický stabilizátor – rychlé přizpůsobení měnového kurzu, které je umožněno jeho determinací tržními silami, poskytuje režimu volně plovoucího kurzu možnost udržení vnitřní i vnější rovnováhy skrze změny v agregátní poptávce.

Durčáková, Mandel (2007, s. 375) píše o negativech tohoto režimu měnového kurzu:

1. vyšší inflace – důvodem je vliv deprecie/ aprecie na domácí cenovou hladinu, který nebývá stejnoměrný,
2. vyšší volatilita kurzů – ta má hned několik důsledků. Jednak si toto riziko výrobci připočítávají k ceně výrobku, ale také má negativní vliv na růst mezinárodního obchodu a investic,
3. destabilizující spekulace – spekulace na měnový kurz vedou k jeho volatilitě, stejně tak mají destabilizující vliv na platební bilanci.

²⁷ Hill (2009, s. 354)

2.4.1.2 Režim plovoucího kurzu s řízenou pohyblivostí

Tento typ měnového režimu je jakousi směsicí volně plovoucího a fixního kurzu. Centrální banka má možnost zasáhnout do vývoje měnového kurzu pomocí kurzových intervencí, a tak měnový kurz krátkodobě stabilizovat, nicméně není k tomu nijak vázána předem stanoveným měnovým kurzem či pásmem oscilace okolo měnového kurzu, jako tomu je v případě fixního režimu.²⁸ Ani jeden z plovoucích režimů nevyžadují proto tak vysoké zásoby mezinárodních měnových rezerv pro případ intervencí jako je tomu u fixních měnových režimů.

Řízený floating už samotnou možností zásahu centrální banky snižuje riziko a nejistotu v mezinárodním obchodě a investování. Durčáková, Mandel (2007, s. 377) uvádí další výhodu v podobě vytváření předpokladů k tomu, „aby měnový kurz v dlouhém období odrážel inflační diferenciál a ostatní základní dlouhodobé determinanty kurzu“.

Nevýhody tohoto režimu se mohou projevit, pokud země začne intervenovat. Tyto intervence totiž bývají nákladnější než v případě fixního kurzu z důvodu absence určitého pásma oscilace. Stejně tak je zde nevýhoda, pokud intervenuje centrální banka malé otevřené ekonomiky, protože ta jen stěží ovlivní kurz své měny. Za tímto účelem bývají někdy uzavírány dohody o tzv. koordinovaných intervencích, kdy se několik zemí dohodne na společném postupu v oblasti kurzové politiky.²⁹

2.4.2 Režim fixního kurzu

Obecně režim fixního kurzu představuje systém, kdy je domácí měna zafixována na jinou měnu v určitém poměru, jinak řečeno při určitém měnovém kurzu. Centrální banka, popř. jiná hospodářsko-politická autorita, se snaží zvolenou centrální paritu udržovat pomocí intervencí na devizovém trhu, které budu dále rozebírat v subkapitole (2.5). Výhody režimu fixního kurzu můžeme shrnout do několika základních bodů. Zafixování měny dodává disciplínu hospodářské politice. Tato disciplína pak zajišťuje prevenci před narůstající inflací. Appleyard et al. (2006, s. 693) rovněž uvádí výhodu fixního kurzu ve snížení kurzového rizika, a tedy zvýšení stability měnového kurzu, která podporuje rozvoj mezinárodního obchodu a investic. Mezi hlavní nevýhody tohoto kurzového systému patří např. ztráta nezávislé monetární politiky. Takže díky zafixování měnového kurzu na jinou

²⁸ Krugman, Obstfeld (2009, s. 460)

²⁹ Durčáková, Mandel (2007, s. 377)

měnu je navíc domácí ekonomika náchylná k nákaze krizí, která postihne „kotevní“ zemi. Mezi další základní nevýhody patří potřeba udržovat velký objem devizových rezerv, které jsou nutné k měnovým intervencím, jejichž potřeba je obecně vyšší v režimu fixního kurzu než v plovoucím.

Tyto výhody i nevýhody jsou společné pro režim fixního kurzu. Nicméně jelikož rozlišujeme celkem tři specifické režimy fixního kurzu, jejich vlastnosti se mohou částečně lišit.

2.4.2.1 Režim fixního kurzu s omezeným pásmem oscilace

Měnový kurz domácí měny má stanovenou centrální paritu, nicméně je mu dovoleno apreciovat či depreciovat v rámci zvoleného oscilačního pásma. Pokud se měnový kurz dotkne tohoto pásma, centrální banka je povinna intervenovat, nicméně nemusí být v těchto intervencích úspěšná. V takovém případě se přikročí ke změně centrální parity. Pokud je nucena CB změnit tuto centrální paritu ve smyslu oslabení měny, dochází tak k devalvací. V opačném směru je změna centrální parity nazývána revalvací.

2.4.2.2 Režim fixního kurzu s posuvným zavěšením

V tomto měnovém režimu dochází k pravidelným změnám centrální parity. Pásma oscilace mohou být stanovena, ale nemusí. To závisí na typu posuvného zavěšení. Stejně tak se mohou lišit metody, na základě kterých dochází ke změnám centrální parity. Významnou výhodou tohoto měnového režimu je, že v zemích s vysokou mírou inflace napomáhá ke snížení tempa růstu cenové hladiny, právě prostřednictvím snižování tempa depreciace. Další výhodou tohoto režimu vlastní je, že dopředu ohlášené změny měnového kurzu stabilizují přesuny spekulativního kapitálu.³⁰

2.4.2.3 Režim fixního kurzu s neodvolatelnou centrální paritou

Ústřední postavou tohoto typu režimu fixního kurzu je měnový výbor, který zastává roli měnové autority s pověřením emitovat domácí měnu. Kurz domácí měny je v tomto typu režimu neodvolatelně zafixován bez pásem oscilace. Bankovky a mince v oběhu musí být kryty devizovými rezervami minimálně do výše 100 % jejich objemu, v čemž spočívá

³⁰ Durčáková, Mandel (2007, ss. 381-383)

jedna z výhod měnového výboru, a to zaručení konvertibility domácí měny. Požadavek 100 % krytí může být spojen i s měnovouází.³¹

Měnový výbor nemůže používat ke změnám monetární báze tradiční nástroje jako operace na volném trhu. Monetární báze může růst pouze tehdy, když rostou devizové rezervy, což však Appleyard et al. (2006, s. 705) uvádí jako jednu z výhod tohoto režimu. Díky těmto podmínkám nemůže měnový výbor financovat fiskální deficit a zjednodušeně tisknout peníze, protože jejich množství je striktně spojeno s množstvím devizových rezerv, které měnový výbor drží. To má taky pozitivní vliv na míru inflace a její snižování, stejně jako zmenšení pravděpodobnosti úspěšných spekulativních útoků na měnu, jak píše Mishkin (2009, s. 490). K zajištění udržení zvolené centrální parity je využíváno nesterilizovaných intervencí, které fungují jako jakýsi samoregulační mechanismus, který ovlivňuje nabídku a poptávku po tuzemské měně. Všechny tyto výhody podporují důvěru v danou zemi, která následně vede k vyšší míře obchodování s danou zemí, investování a ekonomickému růstu. Proto taky je doporučován tento režim zemím, jejichž centrální banka ztratila důvěru z důvodu selhání v boji s inflací. Stejně tak země, u kterých hrozí vytlačení domácí měny z oběhu jinou měnou, jsou vhodným adeptem na zavedení měnového výboru, jak uvádí Durčáková, Mandel (2007, s. 384).

Nevýhody specifické pro režim fixního kurzu s neodvolatelnou centrální paritou pak spočívají dle Mishkina (2009, s. 490) ve ztrátě možnosti centrální banky emitovat peníze a působit jako věřitel poslední instance.

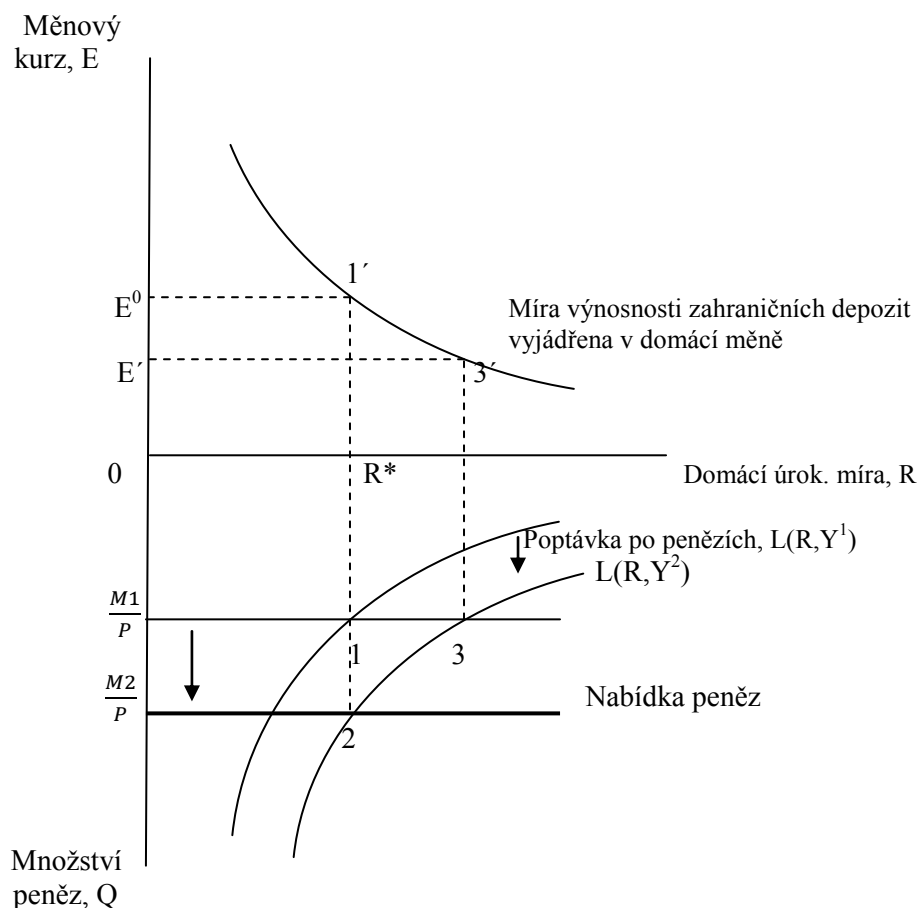
2.5 Intervence na devizových trzích

Nástrojem k ovlivňování měnového kurzu domácí měny jsou intervence na devizových trzích. Jejich uplatnění je spojeno zvláště s režimem fixního kurzu. Pokud dochází k vychýlení kurzu od stanoveného měnového kurzu ve smyslu tlaku na zhodnocení domácí měny, centrální banka prodává domácí měnu a nakupuje zahraniční. Nákupem cizí měny se zvyšují zásoby mezinárodních rezerv a prodejem měny domácí se zvyšuje domácí peněžní zásoba a nabídka peněz. Celý proces můžeme vidět v obrázku (2.2), kde je tlak na zhodnocení měny způsoben růstem důchodu, čímž dojde k navýšení poptávky po domácí měně a bez zásahu centrální banky taky k posunu rovnováhy na peněžním trhu z bodu 1 do bodu 3. To by se projevilo na devizovém trhu zhodnocením měny, tudíž by došlo k posunu

³¹ Appleyard et al. (2006, s. 705)

měnového kurzu z E^0 do E' . Centrální banka však začne intervenovat nákupem cizí měny, a tak dojde k navýšení domácí nabídky peněz a ustálení rovnováhy v bodě 2 na peněžním trhu, který se ale na trhu devizovém neprojevuje žádnou změnou.

Obrázek 2.2 Vliv nesterilizovaných intervencí na peněžní nabídku



Zdroj: Krugman, Obstfeld (2009, s. 469)

Intervencí způsobený nárůst nabídky peněz a peněžní zásoby tedy povede ke znehodnocení měnového kurzu a růstu domácí cenové hladiny v dlouhém období. Z těchto důvodů klesá očekávaný výnos domácích aktiv relativně k zahraničním. Taková situace vyvolá pokles poptávky po domácí měně a tím i pokles domácí úrokové míry. V dlouhém období se ale úroková míra vrací na svou původní úroveň a navyšují se tak i očekávané výnosy z domácích aktiv. Poptávka po domácí měně se následně sice navýší, nikoliv však na svou počáteční úroveň, protože cenová hladina je v dlouhém období stále vysoká. Vliv nárůstu peněžní zásoby na měnový kurz v dlouhém období tedy není tak velký jako

v krátkém období. Tento typ intervencí se nazývá nesterilizované intervence, neboť centrální banka nechá dopady působit na peněžní zásobu.³²

V případě tlaku na znehodnocení měny je vše opačně. Centrální banka nakupuje domácí měnu a prodává zahraniční na devizovém trhu. Tím se snižuje peněžní zásoba a nabídka peněz. Snížení nabídky peněz vede k růstu úrokové míry na domácí aktiva a snižuje cenovou hladinu v dlouhém období. Očekává se zhodnocení měnového kurzu v budoucnu a tím se zvyšuje i očekávaný výnos z domácích aktiv a roste poptávka po těchto aktivech, čímž dojde ke zhodnocení měnového kurzu.

Sterilizované intervence se liší od nesterilizovaných tím, že centrální banka při provádění sterilizovaných intervencí provádí i operace na volném trhu tak, aby se dopady intervencí neprojevyly ve změně peněžní zásoby.³³ To znamená, že při tlaku na zhodnocení měny centrální banka nakupuje cizí měnu a prodává domácí měnu, přičemž prodává i cenné papíry komerčním bankám, a tak dochází ke stažení části peněžní nabídky³⁴. Pokud však zůstane domácí peněžní zásoba beze změny, nemůže být úroková míra ani očekávaný měnový kurz ovlivněn přímou cestou. Dle Danielse a VanHoose (1999, s. 272) jsou zde teoreticky dva efekty, díky kterým bude měnový kurz i přesto ovlivněn – portfoliový a signalizační efekt.

Portfoliový efekt je založen na změně měnové denominace aktiv v držbě veřejnosti. Centrální banka mění sterilizovanými intervencemi množství zahraničních aktiv, které drží, což vede ke změně relativní nabídky domácích a zahraničních aktiv. Tyto aktiva však nejsou dokonalými substituty, tudíž ani jejich očekávaný výnos ani jejich riziko není stejné. Investoři držící ve svém portfoliu zahraniční i domácí aktiva tak očekávají, že při změně jejich relativní nabídky dojde ke změně rizikových charakteristik jejich portfolia a stejně tak očekávají kompenzaci v podobě změny nominální úrokové míry, čímž dojde i ke změně měnového kurzu.³⁵

Ačkoli existují pochyby, zda vůbec portfoliový kanál má nějaký efekt na měnový kurz, ekonomové se shodují v efektivnosti signalizačního kanálu, který je tím pádem mnohem významnější. Signalizační efekt se projeví, pokud intervence poskytnou trhu nové

³² Mishkin (2009, s. 466)

³³ Mishkin (2009, s. 467)

³⁴ Při tlaku na znehodnocení měny jde o zcela analogický proces.

³⁵ Frait (1997, s. 631)

relevantní informace, které dříve nebyly známé, a které ovlivňují nabídku a poptávku po měně na devizovém trhu.³⁶ Takové informace se týkají ať už ekonomických podmínek nebo budoucích hospodářských politik.³⁷

2.6 Světová měna

Měnový kurz domácí měny je ovlivňován pomocí intervencí na devizových trzích. K jejich uskutečnění je potřeba mít určité zásoby devizových rezerv. Jednotlivé země mají však odlišnou kompozici měn v těchto devizových rezervách. Nicméně obecně platí, že měny, které jsou vysoce likvidní a celosvětově poptávané, jsou zároveň měnami, které zaujímají v této kompozici největší podíl. Tyto měny zastávají roli rezervní měny, což je jedna ze tří rolí, které dle Němečka (2000, s. 43) definují tzv. světovou měnu. Ať už centrální měnové instituce či komerční banky ukládají v těchto měnách rezervy mezinárodních platidel. Další funkcí, kterou musí světová měna plnit a na kterou Němeček (2000, s. 43) upozorňuje, je funkce mezinárodního platidla. Jinak řečeno světovými měnami mohou být jen ty měny, které jsou směnitelné a devizy v těchto měnách denominované musí být žádané a všeobecně užívané. Poslední funkce se nazývá funkce ukládací měny. Tato funkce vyjadřuje skutečnost, že cizozemci ukládají svůj majetek v aktivech denominovaných v těchto měnách.

2.7 Dílčí závěr

Smyslem této kapitoly je vytvořit podklad k hlubšímu rozebrání role amerického dolaru a eura ve světové ekonomice. K pochopení současného mezinárodního měnového systému a vedoucích měn, které se postupem času vyvinuly, je však třeba znát historický vývoj mezinárodního měnového systému, jenž zde proto rozebírám. Důležitou roli v tomto mezinárodním měnovém systému zastává měnový kurz a režimy měnových kurzů, které jednotlivé země adoptovaly, a kterým se ve své práci rovněž věnuji. V následující kapitole se budu zabývat vývojem amerického dolaru jako světové měny, jejíž determinanty jsem už nastínila v závěru této kapitoly.

³⁶ Daniels, VanHoose (1999, s. 272)

³⁷ Frait (1997, s. 633)

3 Historický vývoj amerického dolaru jako světové měny

Americký dolar je měnou, která zaujímá vedoucí pozici mezi světovými měnami už několik desítek let. Například Bednařík (2009, s. 3) uvádí, že za celosvětovým rozšířením stojí zejména 2. světová válka. Konkrétně pak vznik brettonwoodského měnového systému a zvolení amerického dolaru za hlavní měnu tohoto systému. Eichengreen a Flandreau (2010, s. vii) však poukazují hned na několik skutečností, které vedou ke zjištění, že brettonwoodský systém spíš jen potvrdil významnou roli amerického dolaru, jež se formulovala a byla očividná už v průběhu 1. světové války. Přes tato zjištění trvalo americkému dolaru více než jedno století, aby se ke své pozici dopracoval.

3.1 Vznik amerického dolaru

Historie amerického dolaru sahá až do 18. století a slovo „dolar“ původně pochází z 15. století z Čech jako odvozenina termínu Jáchymovský tolar.³⁸ Přesné datování vzniku dolaru se sice v literatuře poněkud rozchází, avšak já se kloním k tvrzení Laciny a Ruska (2007, s. 31), tedy že americký dolar jako jednotná měna USA vznikl schválením Mincovního zákona v roce 1792, kterým založily Spojené státy měnovou unii se společnou účetní jednotkou dolar. Americký dolar tedy nevznikl se založením Spojených států amerických, a tudíž USA neměly společnou měnu ve svých začátcích. Vedle sebe kolovalo hned několik druhů měn a nouze nebyla ani o jejich padělatelství, kterým samozřejmě trpěl i tamější obchod.

Ve zkratce pak mezi důležité milníky patří rok 1861, kdy začalo ministerstvo financí severních států USA vydávat papírové dolarové bankovky. Také rok 1873, kdy se Spojené státy rozhodly pro zlatý standard. Ten však byl oficiálně a definitivně zaveden až v roce 1900.³⁹ Ostatně roky 1890 – 1914 byly obdobím takřka celosvětového systému zlatého standardu.

Dolar postupně v průběhu 19. století a zejména začátkem 20. století získával na své důležitosti. Společně s obrovským vnitřním trhem přispíval k růstu obchodní propojenosti mezi jednotlivými federativními státy USA a začal být důležitý i mimo toto území. I když byl přelom 19. a 20. století spojen s mnoha bankovními krizemi, v jejímž důsledku byl

³⁸ Machala (2004)

³⁹ Machala (2004)

založen roku 1913 Federální rezervní systém (FED), který měl na banky v dalších letech dohlížet, americký dolar se stal dle Eichengreena a Flandreau (2010, s. 1) světovou měnou už v polovině 20. let 20. století. V té době však víceméně sdílel tuto roli s britskou librou.

3.2 Příčiny vzniku světové měny

V průběhu let se vyvinulo hned několik názorů, které se snažily odpovědět si na otázku, proč je pár měn dominantních na mezinárodní scéně a některé z nich se stanou dokonce měnami klíčovými. Pokud tyto jednotlivé poznatky sjednotíme, získáme tak vlastně jakousi neoficiální teorii světové měny, o což se pokusil Krugman (1999, s. 166).

Teorie světové měny vychází z předpokladu, že zprostředkovatelé obchodu musí v uzavřené ekonomice počítat s určitými transakčními náklady v případě využívání více druhů měn, což je nutí se soustředit jen na jednu, a to takovou, která zaujímá privilegované místo v tuzemských transakcích. Takovou, která bude představovat vhodný prostředek směny, uchovatele hodnoty i jednotku zúčtování, díky co nejmenším nákladům z důvodu úspor z rozsahu. V otevřené ekonomice je to obdobné. Zprostředkovatelé obchodu hodnotí výši transakčních nákladů při svém rozhodování o druhu měny, jíž k transakci zvolí. Nejvhodnější je pak zvolit takovou, která nese nejmenší rozdíl mezi nákupní a prodejní cenou. Tedy zvolit měnu značně likvidní, což je považováno za jednu ze základních determinant světových měn. V teorii světové měny hraje roli i rozhodnutí monetárních autorit o měně, která bude zaujímat první místo v kompozici měn, ve kterých jsou drženy mezinárodní rezervy. Otázkou však je, do jaké míry se rozhodnutí soukromých subjektů a monetárních autorit ovlivňují.

Vzhledem k rozlišení soukromého a oficiálního užití světových měn se tak dle Krugmana (1999, s. 167) vytvořil prostor pro definování šesti funkcí, které, na rozdíl od ostatních měn, světová měna zastává. Měny, jež nejsou světovými, plní samozřejmě funkci uchovatele hodnoty, prostředku směny a zúčtovací jednotky, tudíž disponují vlastnostmi, které charakterizují soukromé užití těchto měn, a které jsou platné v rámci domácí ekonomiky. Avšak měny světové dostaly díky rozlišení na soukromé a oficiální užití další tři vlastnosti zachycené v tabulce (3.1).

Tabulka 3.1 Funkce světové měny

Funkce měny	Soukromé	Oficiální
Prostředek směny	Prostředek	Intervence
Zúčtovací jednotka	Faktura (účet)	Zavěšení
Uchovatel hodnoty	Banka	Devizové rezervy

Zdroj: Krugman (1999, s. 167)

Světová měna je tedy používána jak při soukromých transakcích, tak při intervencích centrální banky, která měnu dle potřeby nakupuje či prodává. Některé kontrakty jsou rovněž uzavírány a fakturovány ve světové měně. Taktéž měny některých států jsou fixovány na určitou světovou měnu. Poslední funkce, funkce uchovatele hodnoty, je prezentována jak držením likvidních aktiv denominovaných ve světové měně soukromými subjekty, tak i jejím uchováváním centrální bankou v podobě devizových rezerv.⁴⁰

Z obecného hlediska platí, že čím více daná měna zaujímá vedoucí pozici v jedné oblasti, tím více má tendenci dominovat v ostatních. Za velkou oblibou dané měny, ať už v jedné oblasti či více oblastech, mohou stát tzv. síťové externality, přesněji pozitivní síťové externality, které způsobují efekt, že s každým novým spotřebitelem daného jednoho produktu či systému roste i mezní užitek všech dosavadních spotřebitelů, a proto roste také celková poptávka po daném produktu či systému. V tomto případě roste poptávka po určité měně. V aplikaci na měny se navíc dostaneme prostřednictvím síťových externalit k likviditě – jedné z hlavních determinant světové měny. Neboť platí, že čím větší je množství zapojených subjektů, tím je likvidita dané měny větší, a tím roste i poptávka po této měně.⁴¹ Zde můžeme vidět spojitost s názory Kindlebergra (1967)⁴², který tvrdil, že transakční náklady jsou determinovány velikostí trhu, čímž se vytváří teoretický předpoklad perzistence jedné jediné měny. Na základě historických poznatků je však dokázáno, že klíčové měny se sice dokážou udržet na první příčce dlouhou dobu, ale dochází i k jejich obměnám. Jedna z mála obměn bylo převzetí statutu klíčové role dolarem, který tak nahradil britskou libru.

⁴⁰ Toto vymezení funkcí je pouze určitým upřesněním Němečkova vymezení, které je prezentováno v subkapitole (2.6). Jelikož vymezení funkcí dle Němečka (2000, s. 43) je používáno v mnou studované literatuře častěji, bude komparace USD a EUR v rámci kapitoly (4) prováděna ve funkcích dle Němečka.

⁴¹ Bureš (2004, s. 5)

⁴² Citováno v Flandreau, Jobst (2009).

3.3 Americký dolar světovou měnou

Obecně je přijímáno tvrzení, že dolar se stal klíčovou měnou až po vytvoření brettonwoodského měnového systému a stanovení dolaru jeho centrální měnou. Existují však i ekonomové, kteří s tímto tvrzením nesouhlasí. Mezi ně patří Eichengreen a Flandreau, kteří tvrdí, že dolar plnil důležitou roli již mnohem dříve, a to od 1. světové války.

3.3.1 Konec britské libry jako vedoucí světové měny a nástup amerického dolaru

Eichengreen, Flandreau (2008) zkoumali zejména, kdy k převzetí role došlo v rámci mezinárodních měnových rezerv. Na základě svých poznatků zjistili, že dolar převzal roli vedoucí světové měny již ve druhé polovině 20. let 20. století, i když po devaluaci dolaru v roce 1933 se britská libra přechodně na svůj post vrátila, což je v rozporu s dosud často v literatuře zmiňovanou teorií, že klíčovou světovou měnou může být každá měna jen jednou a rovněž v rozporu s teorií, že vedle sebe nemohou existovat dvě klíčové měny.⁴³

Období 20. a 30. let 20. století je i málo zdokumentované, jak lze zaznamenat z tabulky (3.2), která představuje strukturu oficiálních světových rezerv v letech 1899-1947.

Tabulka 3.2 Struktura oficiálních světových rezerv v letech 1899 – 1947 (podíly v % při přepočtu na USD)

	1899	1913	1928	1938	1947
Podíl zlata	89,7	88,9	76,0	93,5	70,0
Podíl deviz	10,3	11,1	24,0	6,5	30,0
Z toho podíl měn v devizové části rezervy					
USD	-	1,8	-	27,6	13,0
GBP	43,7	36,0	-	72,3	87,0
FRF	9,7	24,3	-	-	-
DEM	9,7	11,7	-	-	-
Ostatní měny	36,9	26,1	-	-	-

Zdroj: Němeček (1999, s. 45)

⁴³ Eichengreen, Flandreau, (2008, s. 3)

Dokumentace oficiálních světových rezerv v první polovině 20. století je dostačující pouze v případě jejich rozlišení na podíl deviz a podíl zlata, nikoliv v případě měnové struktury devizové části, jejíž podíl až do roku 1930 rostl.

Eichengreen, Flandreau (2008, s. 6) uvádějí, že následný pokles devizové části světových rezerv začal s devalvací britské libry v roce 1931, který způsobil ztráty držitelům této měny, což mělo za následek zbavování se libry a celkově devizových rezerv ve prospěch zlata. Nesmíme však zapomenout, že toto období bylo spojeno s rozšiřováním krize v důsledku pádu na newyorské burze, a tedy směňováním měn v komodity, které si lépe uchovávají svou hodnotu. Němeček (2000, s. 46) vysvětluje, že tento pokles byl následně podporován i očekáváním vypuknutí 2. světové války. Podíl devizové části na světových rezervách tak klesnul z 36 %, na které v letech 1929-1930 dosáhl, k 19 % v roce 1931 a na 8 % v roce 1932. Z tabulky (3.2) lze vyčíst, že podíl v roce 1938 klesnul dokonce na 6,5 %.

Pokud se podíváme na podíl měn v devizové části rezervy v tabulce (3.2), je očividné, že podíl britské libry mezi roky 1899 až 1913 klesal a celkově se devizová složka rezerv stala diverzifikovanější, což lze dle Eichengreena a Flandreau (2008, s. 5) považovat za šanci a tendenci jiných finančních center dostihnout Londýn. Dostihnout tak zemi, která v roce 1860 absorbovala 30 % světového exportu a v roce 1890 pak 20 % světového exportu. Zemi, v jejíž měně bylo mezi roky 1860 až 1914 účtováno a placeno 60% světového obchodu, jak uvádí Eichengreen (2005, s. 4).

Pokles podílu britské libry v devizové složce rezerv byl do roku 1913 zejména ve prospěch francouzského franku. Eichengreen (2005, s. 8) píše, že pokud bychom hodnotili stav pouze v Evropě, tak zde byla britská libra dokonce na třetím místě, co do podílu na devizové části rezerv, a to za francouzským frankem a německou markou. V roce 1913 lze však již vidět nepatrný podíl také dolaru ve světových devizových rezervách. Spojené státy americké ale byly před 1. světovou válkou dlužnickou zemí a značně orientovanou na vnitřní trh, takže dolarové rezervy nebyly zase tak žádoucí. Navíc kurz směnek denominovaných v dolarech značně osciloval vzhledem k nákladům na přepravu zlata, které v té době nebyly zanedbatelné (přibližně 1,5 % ceny přepravovaného zlata). Teprve angažovanost USA v 1. světové válce znamenala paradoxně rozkvět amerického hospodářství a přeměnu dlužnické země v zemi věřitelskou, která se stala „...největším světovým vývozcem kapitálu co do tempa nově vyváženého kapitálu“, jak uvádí Němeček

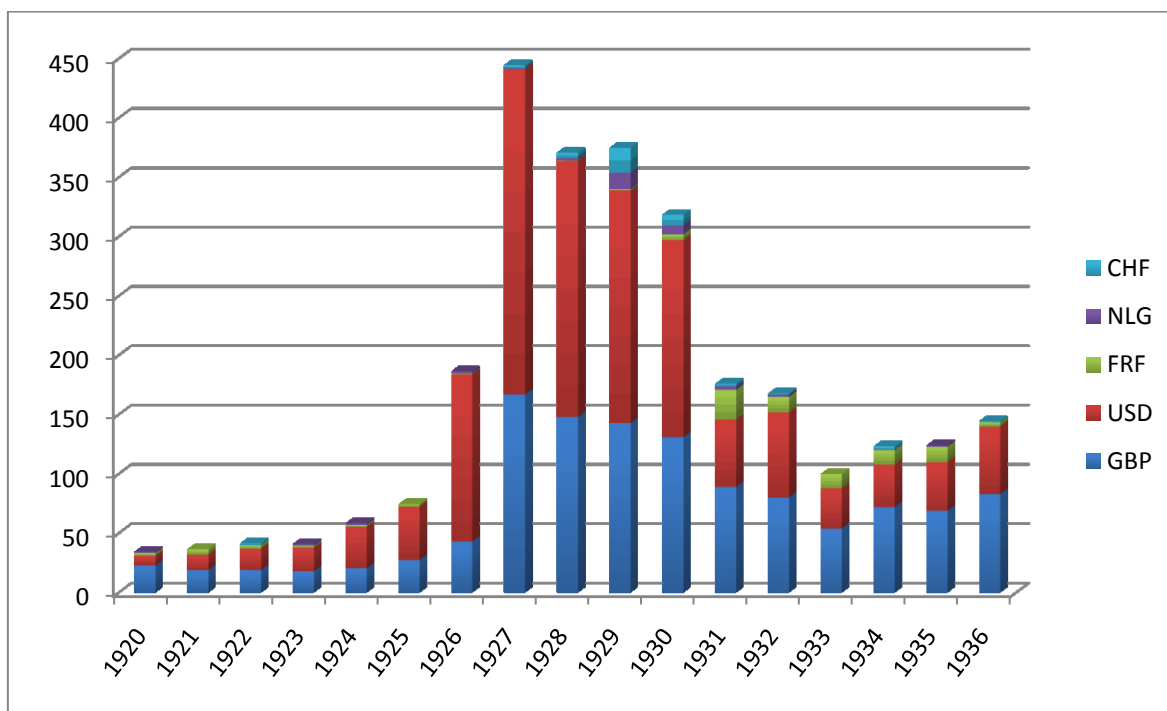
(2000, s. 46). Ve prospěch dolaru hovořila i jeho konvertibilita ve zlato, které se vzdal jen během války, a také vytvoření Fedu. Fed totiž svou existencí pozvednul atraktivitu dolaru a New Yorku jako světového finančního centra, a tím i přispěl k nárůstu likvidity této měny. Do té doby zde neexistovala žádná centrální banka, která by zajišťovala likviditu newyorského finančního trhu.⁴⁴

Z tabulky (3.2) je očividné, že francouzský frank byl rovněž se svým narůstajícím podílem velmi důležitou měnou. Ve 20. a zejména ve 30. letech 20. století dokonce svou důležitost navyšoval. Němeček (2000, s. 46) se zmiňuje konkrétně o letech 1933-1936 jako o letech největší přitažlivosti francouzského franku jako rezervní měny. Francie k tomu systematicky přispívala. Eichengreen, Flandreau (2008, s. 5) rozebírají teorii, kdy země usilující o prohlášení sebe za světové finanční centrum se může snažit zbavovat se zahraničních aktiv denominovaných ve měně konkurenční země. Následné znehodnocení vůči zlatu způsobí ztráty zemím, jež danou měnu drží. Právě k takovému kroku Francie přistoupila. Po roce 1928 začala ve velkém množství konvertovat devizové rezervy do zlata. K tomuto kroku však přistoupila i z důvodu velkého objemu devizových rezerv, kterými francouzská centrální banka disponovala, neboť apreciační tlaky francouzského franku si žádaly intervence na devizovém trhu, a tak došlo k nákupu zahraničních deviz. Země, jejíž domácí měna je světovou rezervní měnou, by však obecně neměla vlastnit velké množství devizových rezerv, což je logické. Ostatní země uchovávaly své rezervy ve světových devizových rezervách, které byly kryty zlatem, jež bylo drženo zeměmi emitujícími světovou rezervní měnu. Francie se proto své velké zásoby devizových rezerv v podstatě zalekla a začala ji konvertovat ve zlato, čímž vytvořila velký problém pro zbytek světa.

Vývoj všech událostí si lze ověřit v grafu (3.1), který popisuje strukturu rezerv čtyř zemí, a to Švýcarska, Norska, Itálie a Španělska. Výběr těchto zemí je způsoben dostupností souvislé dokumentace v období 1920 – 1936.

⁴⁴ Eichengreen (2005, s. 8)

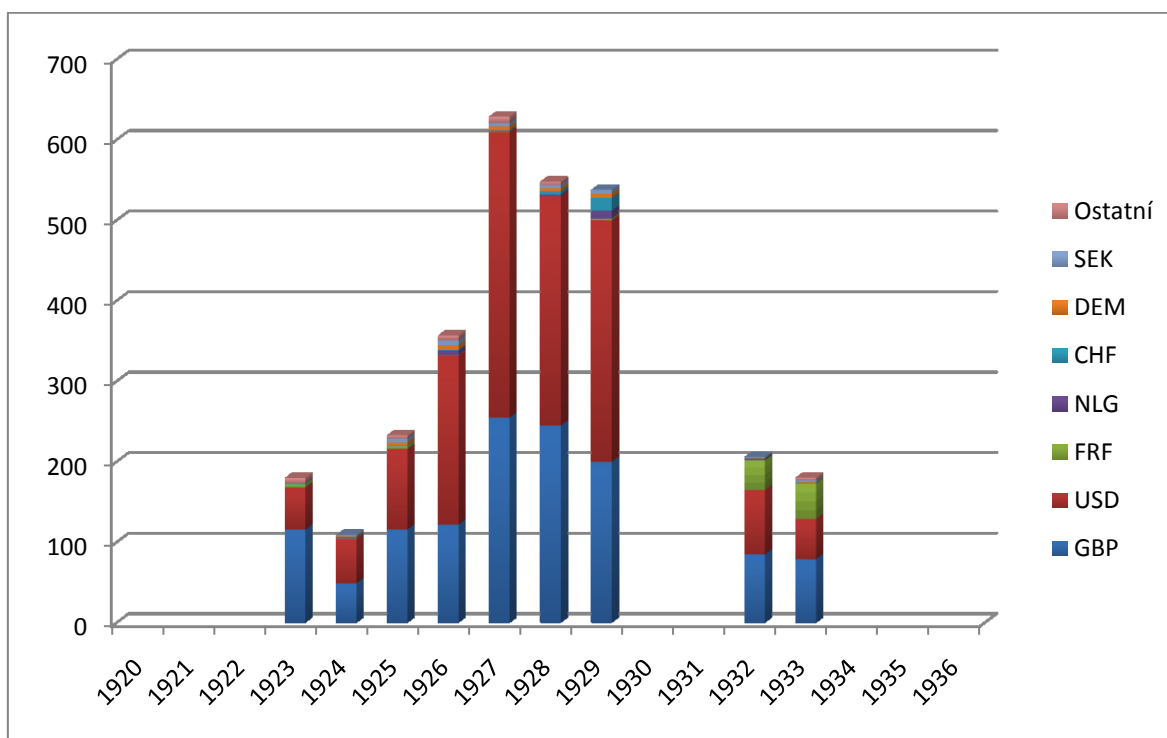
Graf 3.1 Struktura devizové části rezerv Švýcarska, Norska, Itálie a Španělska v letech 1920 – 1936 v uvedených měnách (mil. USD)



Zdroj: Eichengreen, Flandreau (2008, s. 13)

V grafu (3.1) vidíme jednak nárůst devizové složky v nominálních hodnotách během skoro celých 20. let 20. století, ale taky nárůst podílu dolaru během přibližně stejného období. Dolar mohl podle tohoto grafu převzít roli vedoucí rezervní měny kolem roku 1924. Procentní vyjádření tohoto grafu je možné si prohlédnout v příloze č. 1. Eichengreen a Flandreau (2008, s. 13) věří, že ani větší počet zemí zahrnutých ve statistikách týkajících se skladby rezerv by příliš nezměnil trend, na který bylo právě poukázáno. Ten je však ještě doložen grafem (3.2), jenž představuje strukturu devizové části rezerv deseti zemí, a to Švýcarska, Norska, Dánska, Československa, Španělska, Itálie, Finska, Portugalska, Japonska a Nizozemí. Procentní vyjádření tohoto grafu lze najít v příloze č. 2.

Graf 3.2 Struktura devizových rezerv Švýcarska, Norska, Dánska, Československa, Itálie, Španělska, Finska, Portugalska, Japonska a Nizozemí v letech 1923 – 1933 v uvedených měnách (mil. USD)



Zdroj: Eichengreen, Flandreau (2008, s. 14)

Eichengreen, Flandreau (2008, s. 21) došli na základě všech svých poznatků, které zde shrnují, k závěru, že dolar se stal světovou klíčovou měnou už ve 20. letech 20. století, nicméně britská libra se k tomuto postu vrátila po devalvaci dolaru v roce 1933, kdy se tak nominální cena zlata dle Německa (2000, s. 48) navýšila o 69,3 %, a to na 35 USD za unci ryzího zlata.

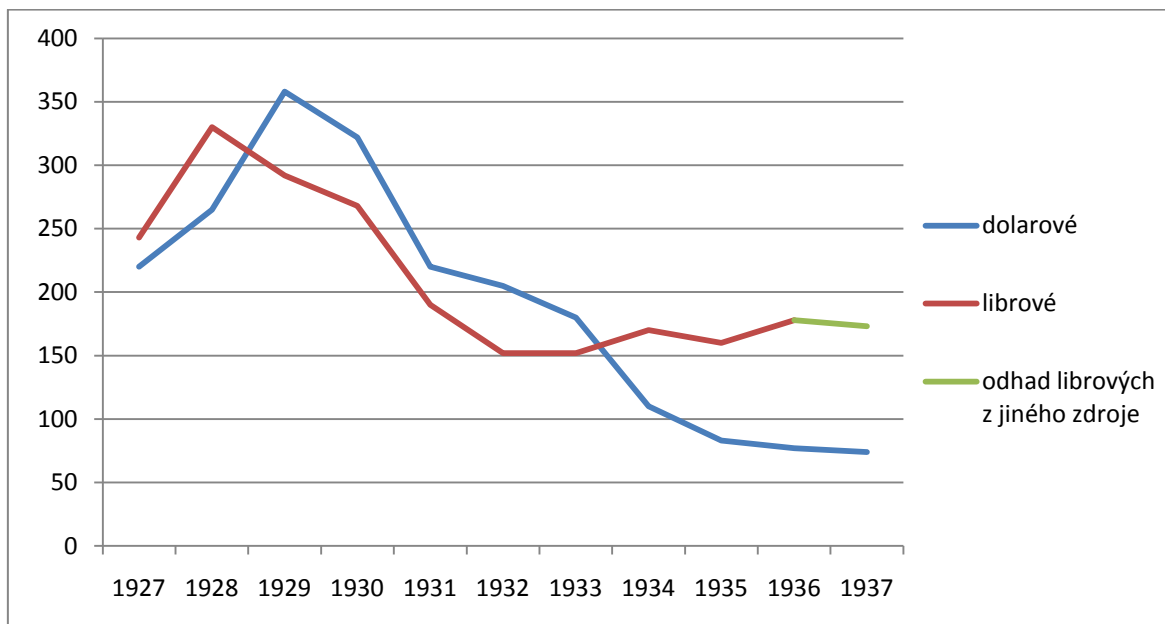
Vedoucí rezervní měna však nemusí být automaticky měnou světovou. Musí splňovat i další funkce definované v subkapitole (2.6). Existují taky argumenty, že rezervy nepodléhají síťovým externalitám v takové míře, jako soukromé subjekty. Likvidita měny není totiž jediné, co výběr rezervní měny ovlivňuje. Někdy je lepší větší diverzifikace rezervního portfolia na úkor jeho likvidity. A jestliže neexistují žádné síťové externality, které by nutily centrální banky držet měnu stejnou jako ostatní centrální banky, pak se bude snažit centrální banka dané země držet devizové rezervy v takových měnách, popř. je měnit, které jsou na základě informací o jejich očekávaných výnosech a ztrátách nejvýhodnější.

V průběhu textu této kapitoly bylo tedy potvrzeno, že na hlavní rezervní měnu aspiroval právě dolar. Eichengreen a Flandreau (2010) následně ve své studii dokázali, že i v soukromém užití dolar dominoval, a tudíž byl opravdovou vedoucí světovou měnou.

Eichengreen a Flandreau (2010) si vybrali ke zkoumání instrument zvaný směnky bankou akceptované, které byly jakýmsi hlavním představitelem obchodních úvěrů. Před rokem 1913 bylo běžné, že americký exportér šel do banky, kde předložil dokumenty o vyexpedování zboží a o částce, kterou má za toto zboží obdržet. Za předem daných podmínek mohl dostat tuto částku od banky a získat tak peníze ihned bez čekání na doručení zboží do cílové stanice a zpětného doručení peněz. Americký trh sice rostl rychlým tempem, přesto však byly směnky stále denominované v britské libře a ve skutečnosti tyto obchodní úvěry ani nebyly poskytované americkými bankami, neboť ty úvěry poskytovaly na základě spolupráce s britskými bankami. Londýn byl po právu světovým finančním centrem s velmi dobře vyvinutým bankovním systémem a s výhodou brzkého započetí obchodování s celým světem, čímž získal tzv. first-mover advantage. Na druhou stranu zde byl New York jako možné budoucí světové finanční centrum. Americké banky však neměly povoleno budovat své pobočky v zahraničí a navíc zde ani neexistovala centrální banka, která by prováděla bankovní dohled, a tak nebylo divu, že se s dolarem příliš v zahraničí neobchodovalo. Teprve s ustanovením Fedu a zrušením zákazu budovat pobočky v zahraničí začalo docházet ke změnám.

Fed povolil americkým bankám odkupovat směnky a vytvářet podmínky získání úvěru. Tudíž obchodu a aktivům denominovaných v dolarech nestálo nic v cestě. Vše bylo ještě urychleno 1. světovou válkou, která narušila poskytování obchodních úvěrů Londýnem i jinými evropskými finančními centry, a proto si začali obchodníci brát obchodní úvěry spíše prostřednictvím New Yorku. Eichengreen, Flandreau (2010, s. 12) dokládají svou teorii např. grafem (3.3) vyjadřujícím množství dolarových a librových směnek neboli množství obchodních úvěrů tohoto typu sjednaných v jednotlivých měnách.

Graf 3.3 Dolarové a librové směnky bankami akceptované v letech 1927 - 1937
(prosinec), v mil. GBP



Zdroj: Eichengreen, Flandreau (2010, s. 12)

V grafu (3.3) lze vidět nápadnou podobnost s předchozími dvěma grafy týkajícími se vývoje skladby devizových rezerv. Americký dolar byl skutečně na vedoucí pozici, ale následkem světové finanční krize došlo k poklesu obchodování jak v USA, tak ve Velké Británii. Librové směnky však nezaznamenaly takový pokles jako dolarové, což naznačuje, že Spojené státy americké postihla následná deprese větší měrou než Velkou Británii a britská libra se tak zase stala vedoucí světovou měnou.⁴⁵

3.3.2 Americký dolar v období brettonwoodského měnového systému

Ve druhé polovině 20. století byl americký dolar již bezpochyby vedoucí světovou měnou. Jakožto ústřední měna brettonwoodského měnového systému, o kterém pojednává kapitola (2.2), byl k tomu v podstatě předurčen. USA vyšly z 2. světové války jako ekonomická velmoc a i díky Marshallově plánu značně investovaly v Evropě, která byla po válce velmi rozvrácena a v podstatě nekonkurenceschopná. Pokračující export kapitálu ze strany USA způsobil nejen hromadění dolarových devizových rezerv v centrálních bankách jednotlivých zemí, ale také v podstatě stálý deficit platební bilance Spojených

⁴⁵ Eichengreen, Flandreau (2010, s. 12)

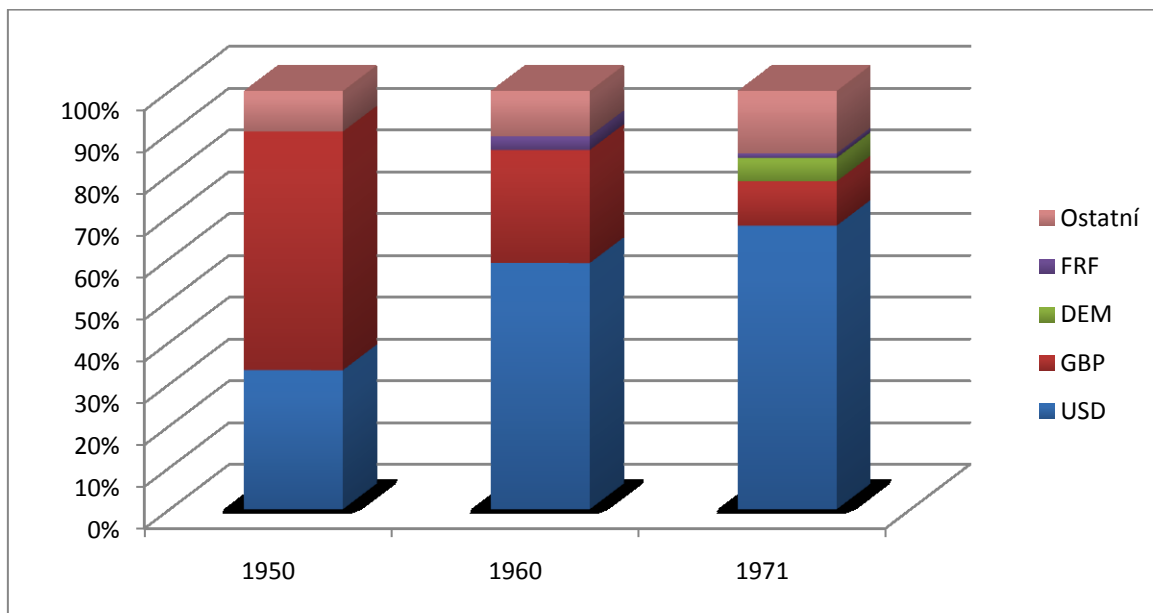
státu amerických. Němeček (2000, s. 178) uvádí, že tento deficit se v roce 1971 téměř rovnal součtu deficitů platebních bilancí USA od roku 1956. K hromadění dolarových devizových rezerv v zahraničí navíc přispěla skutečnost, že měny vyspělých evropských států nebyly až do roku 1958 konvertibilní, což ale zároveň umožnilo bezproblémové fungování brettonwoodského systému do konce 50. let 20. století. Bednařík (2009, s. 44) uvádí, že v Článcích dohody z Bretton Woods bylo dokonce zakotveno užívání zlata a dolaru centrálními bankami členských států jako jediných devizových rezerv.

Se zavedením konvertibility evropských měn začalo docházet ke směňování dolarových přebytků za zlato, čímž se pro Spojené státy vytvořil problém ve smyslu hromadění dolarových rezerv v této zemi a pokles zásob měnového zlata. Němeček (2000, s. 178) uvádí, že v roce 1948 vlastnily USA 69 % světové zásoby měnového zlata a není tedy divu, že brettonwoodský měnový systém byl založen na směnitelnosti dolaru za zlato. Pokud totiž sečteme devizové rezervy třinácti vyspělých zemí⁴⁶ v přepočtu na USD v roce 1949, pak zjistíme, že tento objem odpovídal přibližně 13,2 % americké zásoby zlata. Avšak v roce 1971 součet devizových rezerv stejných zemí už odpovídal 510 % americké zásoby zlata. Je pravda, že toto číslo dosáhlo astronomické velikosti i díky procentnímu vyjádření ke zmenšené zásobě zlata v USA, která v roce 1949 představovala více než 2/3 světové zásoby zlata a v roce 1972 už jen 27 %, nicméně nemění to nic na skutečnosti, že americkému dolaru hrozilo nebezpečí. Proto byla v roce 1971 pozastavena konvertibilita dolaru za zlato. Následné devalvace v roce 1971 i 1973 nebyly schopny udržet brettonwoodský měnový systém, a tak došlo v roce 1973 k jeho rozpadu.

Nevyhnutelný nárůst podílu dolaru ve světových devizových rezervách během přibližně dvaceti let zobrazuje graf (3.4). K samotnému nárůstu přispělo i částečné oceňování důležitých komodit v této měně. Tím se dolar ještě více dostal mezi americké nerezidenty.

⁴⁶ Kanada, Japonsko, Rakousko, Belgie, Dánsko, Francie, Německo, Itálie, Nizozemí, Norsko, Švédsko, Švýcarsko, Velká Británie.

Graf 3.4 Struktura oficiálních světových devizových rezerv v letech 1950, 1960, 1971 (%)¹



¹ V tomto grafu připadá poněkud velký podíl na nespecifikované měny („ostatní“). Musíme si však uvědomit, že zde spadá japonský jen, švýcarský frank a nizozemský gulden, které jsou v jiných grafech často vymezeny samostatně, nikoliv souhrnně s dalšími měnami.

Zdroj: Němeček (2000, s. 45)

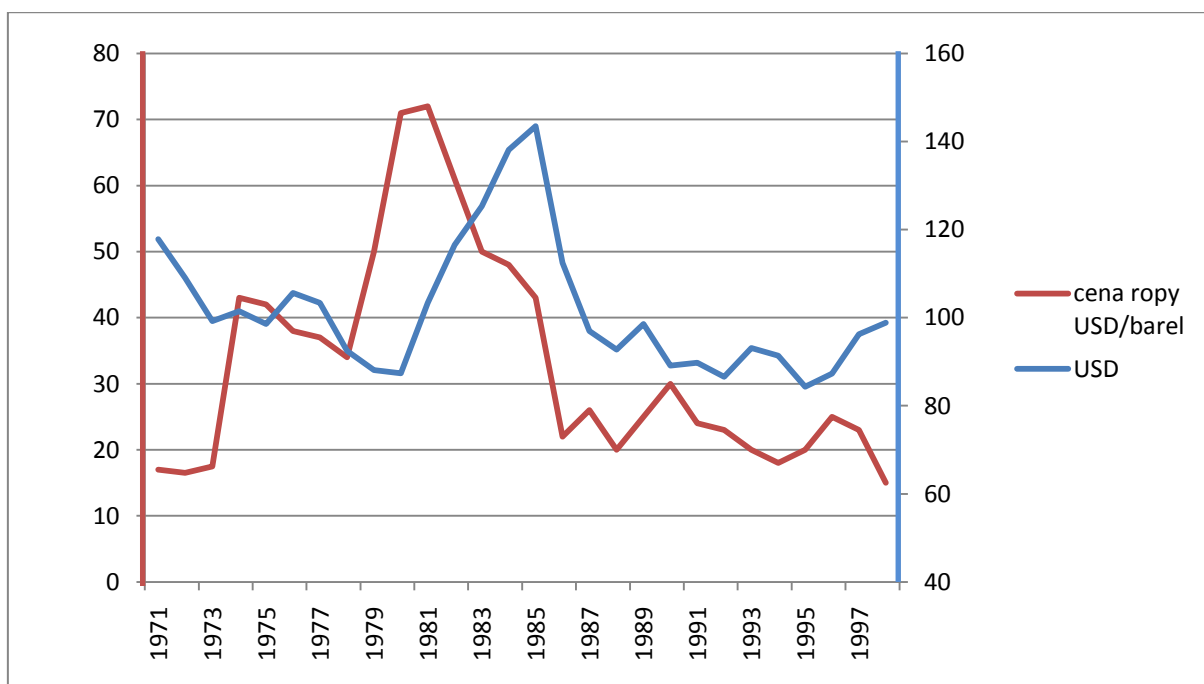
Ještě v roce 1950 byl podíl britské libry relativně velký. Němeček (2000, s. 46) dokonce uvádí, že činil před 2. světovou válkou $\frac{3}{4}$ všech světových devizových rezerv a během války ještě mírně vzrostl. Význam britské libry v měnových rezervách byl způsoben především existencí librového bloku, který Velká Británie ovládala, a následně librové oblasti. Význam byl však způsoben i velkým objemem dlouhodobě vyvezeného kapitálu a také systémem librových převoditelných účtů, které dle Němečka (2000, s. 44) „...mohly být zřizovány i ve prospěch zemí mimo librovou oblast. Tato převoditelnost ovšem neznamenal konvertibilitu. Zůstatky na převoditelných účtech v GBP mohly být jen převáděny na účet jiné země v převoditelných librách, ale nemohly být konvertovány v jinou měnu.“ Objem libry v rezervách centrálních bank během 50. let 20. století prudce klesal navzdory znovuotevření volného trhu zlata v Londýně v roce 1954 i navzdory tomu, že londýnský bankovní trh je dodnes mezinárodně uznávaný.

3.3.3 Americký dolar v letech 1970 – 1998

Přestože se dolar během 60. let potýkal s problémy, jeho podíl ve světových devizových rezervách rostl až do let sedmdesátých. S mírným poklesem zájmu se dolar

setkal s rozpadem brettonwoodského systému, a to zejména ve prospěch japonského jenu a německé marky.⁴⁷ Spojené státy americké si byly vědomy, že k takovému pohybu dojde, a že poklesne i zájem o obchodování v této měně. Nastalou situaci Američané řešili dohodou se Saudskou Arábií o výlučném obchodování s ropou v dolarech. V podstatě se jednalo o protislužbu za poskytování vojenské ochrany ze strany USA. K Saudské Arábii, jakožto stěžejnímu členovi jak Rady pro spolupráci zemí v oblasti Perského zálivu (GCC), tak i Organizace zemí vyvážejících ropu (OPEC) se přidaly vesměs všechny další členské země těchto organizací a dalo by se říci, že dolar sice s rozpadem brettonwoodského měnového systému ztratil krytí zlatem, nicméně byl i nadále kryt jinou komoditou, a to ropou.⁴⁸ Závislost ropy na dolaru tak nutně musela vést k vlivu fluktuací měnového kurzu dolaru na cenu ropy, jinak řečeno, pokud dolar oslabuje, cena ropy roste a naopak. Cenu ropy samozřejmě ovlivňuje i mnoho dalších veličin, nicméně graf (3.5) se snaží o srovnání vývoje ceny ropy a měnového kurzu dolaru. Měnový kurz USD je zde vyjádřen jako vážený index měnového kurzu dolaru, kde rok 1973 představuje 100. Cena ropy je udávána v dolarech za barel v cenách roku 2008.

Graf 3.5 Světová cena ropy a kurz amerického dolaru (1973 = 100) v letech 1971 – 1998



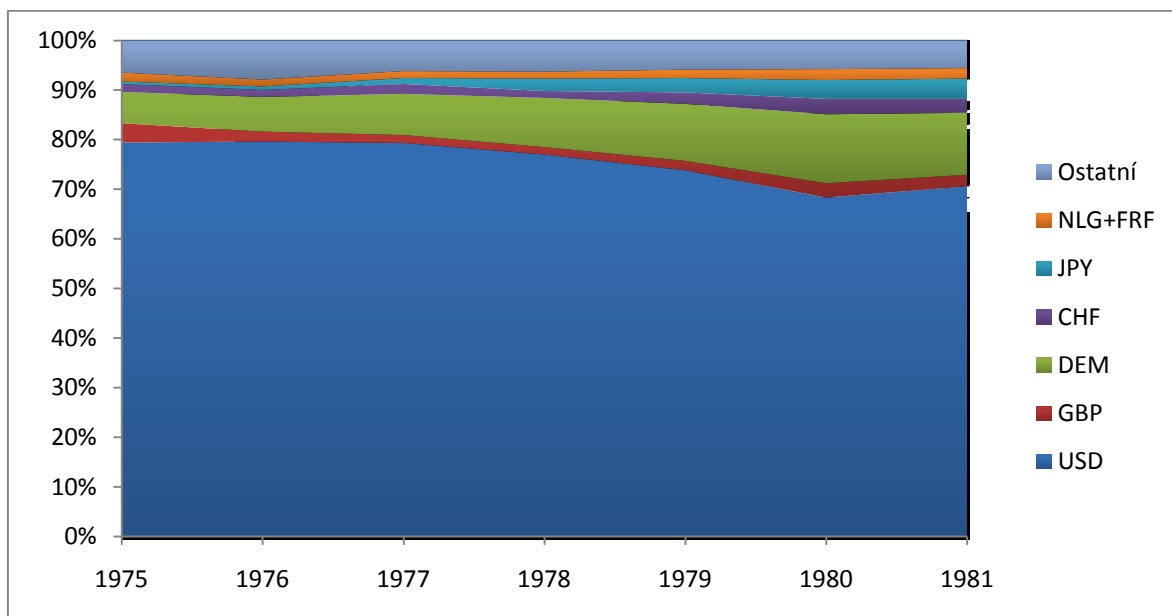
Zdroj: WTRG Economics a Federal Reserve Economic Data [2. 3. 2011]

⁴⁷ Bednařík (2009, s. 25)

⁴⁸ Viz Momani (2006).

Eichengreen a Mathieson (2000, s. 5) píší, že ani kótování ropy v dolarech nezamezilo postupnému snižování podílu dolarů ve světových devizových rezervách v poslední čtvrtině 20. století. Za jedno z období největšího poklesu, které zaznamenává graf (3.6), považují konec 70. let, kdy USA trpěly vysokou mírou inflace a makroekonomickou nestabilitou. Podíl dolaru tak klesl mezi léty 1977 a 1980 o více než 10 p.b. zejména ve prospěch německé marky, ale také japonského jenu. Mírný nárůst lze vidět i u švýcarského franku. Ten se držel mezi světovými devizovými rezervami hlavně díky dobré pověsti švýcarských bank jako „mezinárodních spořitelů“. Zatímco francouzský frank si svou pozici ve světových devizových rezervách udržel především díky frankové oblasti, která existovala do vzniku eura.⁴⁹

Graf 3.6 Struktura světových devizových rezerv v letech 1975 - 1981 v uvedených měnách (%)



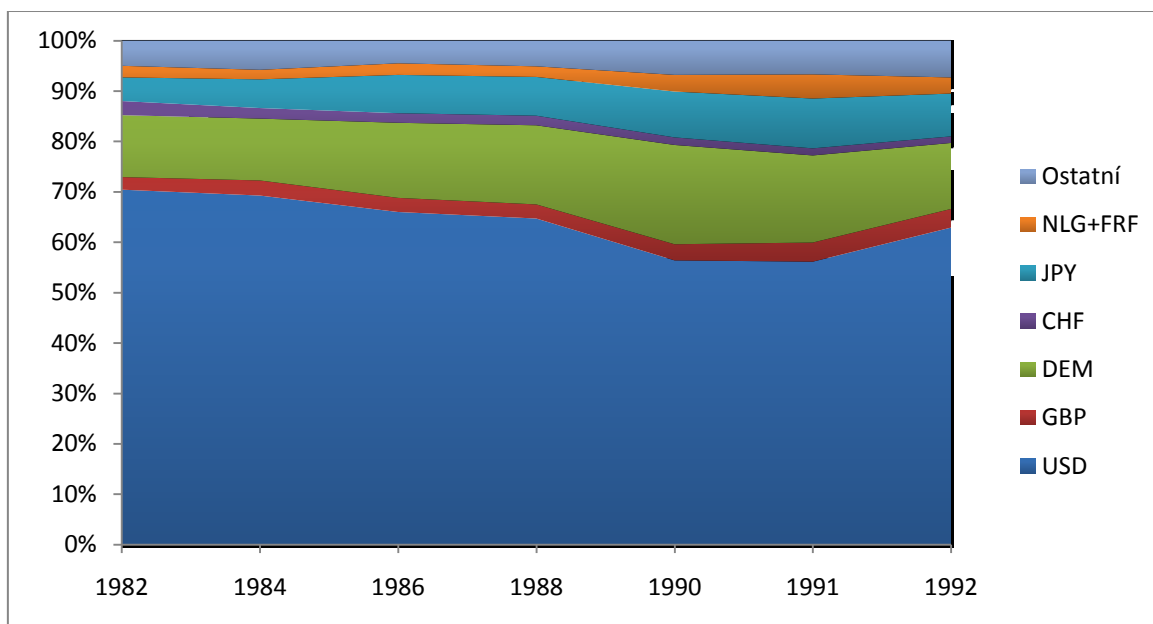
Zdroj: Kenen (1994, s. 333)

Za druhé období většího poklesu podílu amerického dolaru ve světových devizových rezervách pokládají Eichengreen a Mathieson (2000, s. 5) roky 1987 – 1990, kdy došlo ke změně struktury světových rezerv zejména díky změně u vyspělých ekonomik, jež navyšovaly znovu podíly japonského jenu, ale také německé marky a francouzského franku, což bylo způsobeno jednak centrálními bankami zemí, které byly členy EMS, ale taky ostatními vyspělými zeměmi. Problémy EMS a problémy Japonska

⁴⁹ Němeček (2000, s. 44)

však následně způsobily návrat k americkému dolaru a růst dolarových podílů v rezervách bank, jak je patrné z grafu (3.7).

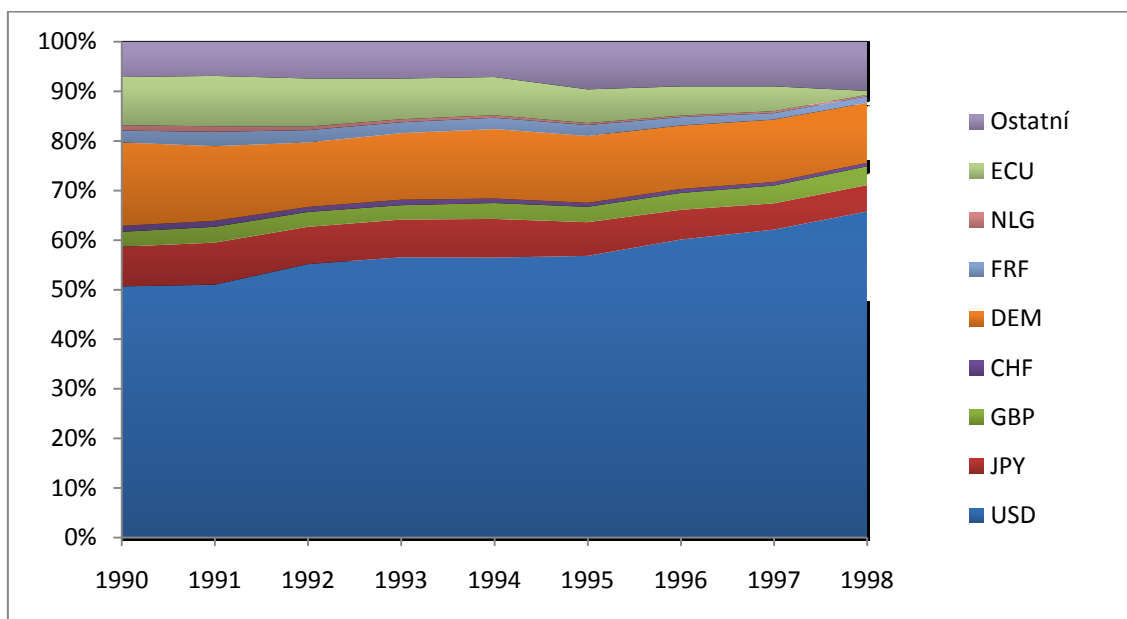
Graf 3.7 Struktura světových devizových rezerv v letech 1982 - 1992 v uvedených měnách (%)



Zdroj: Henning (1994, s. 317)

Pokles podílu amerického dolaru ve světových devizových rezervách je zřetelný jak v grafu (3.6), tak i v grafu (3.7), nicméně mezi sebou tyto grafy komparovatelné nejsou, neboť pocházejí každý z jiného zdroje. Souvislá databáze vývoje podílu jednotlivých měn ve světových devizových rezervách ve 20. století totiž není dostupná. Teprve od roku 1995 shromažďuje IMF souvislá data o vývoji světových devizových rezerv. Se stejným úskalím se potýkají i další grafy kapitoly (3), avšak já zde poukazuji vždy na průběh a změny v rámci jednoho určitého grafu pocházejícího z jednoho zdroje, tudíž je vypovídací hodnota zachována. V následujícím grafu (3.8), který prezentuje vývoj podílu jednotlivých měn ve světových devizových rezervách v 90. letech 20. století, jsou proto z důvodu komparovatelnosti znovu zahrnuty roky 1990 – 1992 zachycené již v grafu (3.7), kdy došlo k obnově růstu podílu dolaru ve světových devizových rezervách.

Graf 3.8 Struktura světových devizových rezerv v letech 1990 - 1998 v uvedených měnách (%)



Zdroj: IMF Annual Report 2000 [4. 3. 2011]

Fluktuace podílu dolaru ve světových devizových rezervách je samozřejmě také ovlivněna rychlostí akumulace rezerv, která se napříč zeměmi liší. Wooldridge (2006, s. 35) se zmiňuje konkrétně o 90. letech 20. století, kdy rozvojové země značně navyšovaly své devizové rezervy a podíl devizových rezerv těchto zemí na celosvětových devizových rezervách tak vzrostl z 40% v roce 1990 na 60% v roce 2000. Větší část těchto rezerv umístily právě do amerického dolaru, čímž pomohly ke zvýšení podílu dolaru ve světových rezervách v 90. letech.

3.4 Dolarizace

Celkový význam USA ve světové ekonomice dokládá i oběh dolaru v ekonomice některých zemí vedle domácí měny či rozhodnutí jiných zemí stáhnout svou národní měnu z oběhu a nahradit ji americkým dolarem, tedy provedení dolarizace neúplné, resp. úplné.⁵⁰ Obecně by vybraná měna měla splňovat několik požadavků, na základě kterých se k dolarizaci přistoupí. Bednařík (2009, s. 11) uvádí, že by mělo jít o měnu silnou a stabilní ve smyslu stability měnového kurzu. Stejně tak by země, ve které je vybraná měna národní, měla disponovat kredibilitou monetární politiky, což vznáší požadavek stabilní a

⁵⁰ Obecně je dolarizace definována jako nahrazení domácí měny jakoukoliv zahraniční měnou, a tudíž jde o oficiální termín tohoto procesu, nicméně pro nahrazení domácí měny eurem se již vžil pojem euroizace.

nízké inflace. Za výhodu je i považováno zvolení si měny takové země, která je největším obchodním partnerem, neboť pak dochází k redukcí transakčních nákladů.

Důvodem provedení plné dolarizace jsou většinou dlouhodobé hospodářské problémy dané ekonomikou, opětovné hospodářské i finanční krize, vysoká a nestabilní inflace v dlouhém období, a většinou i ztráta důvěryhodnosti centrální banky právě z těchto důvodů. Provedení dolarizace je však většinou jen oficiální potvrzení již delší dobu probíhajících procesů. V takto postižené ekonomice se totiž k ekonomickým aktivitám často používá stabilnější zahraniční měna.

Oficiální dolarizací získají dolarizované země mnoho výhod, ale i některé nevýhody. Mezi výhody patří zmíněné snížení transakčních nákladů, import kredibility zahraniční měnové instituce a nízké inflace, zvýšení objemu obchodu mezi zeměmi užívajícími stejnou měnu a eliminace měnových krizí i v důsledku nemožnosti spekulativního útoku na národní měnu. Proti těmto výhodám se staví např. ztráta autonomní monetární politiky a tedy i ztráta věřitele poslední instance společně se ztrátou příjmů z ražebného, které je hlavně v rozvojových ekonomikách důležitým příjmem centrální banky.⁵¹

Jácome, Lönnberg (2010, s. 5) uvádějí, že na základě klasifikace IMF mezi oficiálně dolarizované země, které zavedly americký dolar místo své národní měny, v současnosti patří chronologicky Panama, Marshallovy ostrovy, Mikronésie, Palau, Ekvádor, Timor-Leste, El Salvador.

3.5 Dílčí závěr

Tato kapitola rozebírá historický vývoj amerického dolaru, kam je zahrnut jak vznik samotného dolaru, tak i jeho vstup do role vedoucí světové měny, který často ekonomové spojují s vytvořením brettonwoodského systému. Ostatní odborníci jej však spojují s dřívějším obdobím, což se snaží dokázat na datech, které tato kapitola rozebírá. Data se týkají zejména funkce rezervní měny, a proto je i následující vývoj amerického dolaru zkoumán v rámci této funkce. Je tak pokryto období trvání brettonwoodského systému, ale také vývoj dolaru po ukončení brettonwoodského měnového systému až po rok 1998. Období od roku 1999 je popisováno v kapitole (4), kde je využito pro komparaci s vývojem eura, které v roce 1999 vzniklo.

⁵¹ Bednařík (2009, ss. 12-14)

4 Komparace eura a amerického dolaru z pohledu světové měny

V odborné literatuře se můžeme setkat s tvrzením, že za posledních 300 let se víceméně každé století vyznačovalo svou vedoucí měnou. V 18. století zaujímal vedoucí pozici nizozemský gulden, v 19. století britská libra a ve 20. století to byl americký dolar.⁵² V současné době jsme už za první dekádu 21. století a americký dolar se stále drží na pozici vedoucí světové měny. Je však otázkou, kterou řeší mnoho ekonomů, zda se euro, jakožto největší současný konkurent amerického dolaru, stane vedoucí světovou měnou 21. století.

4.1 Vznik společné měny euro

Euro je poměrně mladou měnou, a tudíž jeho historie nemůže být tak rozsáhlá jako historie amerického dolaru, avšak během několika let své existence se stalo celosvětově významnou měnou. Jsou to více než dvě století, která dělí vznik eura od vzniku dolaru. Euro bylo v bezhotovostní podobě zavedeno k 1. 1. 1999, ale užívat jej zpočátku mohly jen vybrané instituce, např. centrální banky. V roce 2002 se zavedlo euro v hotovostní formě nejprve vedle národních měn zemí eurozóny a v průběhu téhož roku pak nahradilo národní měny úplně.

Euro jako první začala používat skupina 11 členských států EU - Belgie, Finsko, Francie, Irsko, Itálie, Německo, Nizozemí, Lucembursko, Portugalsko, Rakousko a Španělsko. Následovalo zapojení Řecka, Kypru, Malty a Slovinska. Jako poslední vstoupilo do eurozóny Slovensko začátkem roku 2009 a Estonsko začátkem roku 2011. V současné době se tedy eurozóna skládá ze sedmnácti členů.

Vzniku eura však předcházely pokusy o vytvoření měnové unie v průběhu skoro celé druhé poloviny 20. století, pokud budeme brát v úvahu jen měnovou unii v rámci Evropských společenství. Kromě druhé poloviny 20. století ale sahá, dle Machaly (2004), historie měnových unií na evropském kontinentě až do starověkého Řecka. Zjednodušeně je druhá polovina 20. století v Evropě spojena s brettonwoodským měnovým systémem, kde hrál klíčovou roli dolar, s SDR (zvláštní práva čerpání), Evropským měnovým systémem a evropskou zúčtovací jednotkou ECU, na kterou navázalo od roku 1999 euro.

⁵² Flandreau, Jobst (2009, s. 644)

4.2 Sporné body existence eurozóny

Myšlenka vytvoření eura a následné jeho zavedení bylo velkolepým projektem, proti kterému však existovaly i názory, že tento projekt je až moc velkolepým a nebude mít dlouhého trvání. Když se zpětně podíváme na skupinu zemí, které jako první vstupovaly do eurozóny, stojí argumenty pesimistických ekonomů přinejmenším za zvážení. Politickým rozhodnutím byla totiž eurem spojena rozličná skupina zemí, které se lišily a liší rozdílnou ekonomickou úrovní i cenovou hladinou. Některé měly rovněž velké problémy s plněním kritérií pro zavedení eura, a to v oblasti veřejných financí a míry inflace. Tato kritéria se jim před vstupem do eurozóny podařila splnit⁵³, bohužel někdy i s pomocí „kreativního účetnictví“. Chybějící ekonomické předpoklady pro fungování měnové unie měly vzniknout samočinně, pouhou její existencí a užíváním společné měny. Propagátoři eura si slibovali od jeho zavedení úsporu transakčních nákladů a taky urychlením růstu jednotlivých zemí na makroúrovni. Jenže po zavedení eura se ekonomický růst těchto zemí v průměru spíše zpomaloval a dodržování vstupních kritérií v oblasti veřejných financí již nebylo tak striktní. Z iniciativy Francie a Německa proto došlo v roce 2003 ke zmírnění původních pravidel Paktu stability a růstu. Překvapující bylo, že se jednalo o rozvolnění fiskální disciplíny, o kterou právě Německo nejvíce usilovalo. Rozvolnění tohoto paktu se navíc projevovalo v podkopání fiskální disciplíny skoro celé eurozóny a zde je důležité vzít na vědomí, že právě fiskální nezodpovědnost může být pro stabilitu eura velmi nebezpečná.⁵⁴

Podobně ani kritérium pro míru inflace není mnoha členskými státy eurozóny dodržováno. Janáčková (2010, s. 19) uvádí, že lze v podstatě rozlišit dvě skupiny, a to státy s podprůměrnou a státy s nadprůměrnou mírou inflace v dlouhém období. Za typické představitele první skupiny lze označit Německo, Francii, Belgie a Rakousko. Mezi představitele druhé skupiny patří např. Řecko, Španělsko, Portugalsko a Itálie, tedy země, které jsou v současné době označovány za problematický jih, a které vstupovaly do eurozóny jako méně vyspělé. Najdou se zde i výjimky v podobě Lucemburska, které sice dlouhodobě bojuje s vyšší inflací, nicméně jeho HDP na obyvatele v PPP vysoce převyšuje průměr eurozóny.⁵⁵

⁵³ Některé země pouze zavedly opatření k následnému splnění těchto kritérií.

⁵⁴ Janáčková (2010, ss. 18-19)

⁵⁵ Internetový portál Oikonomikos 2010 [26. 3. 2011]

Vyšší míru inflace u zemí s nižší ekonomickou úrovní v rámci eurozóny lze částečně vysvětlit právě přijetím eura jako jednotné měny. V těchto zemích totiž v rámci konvergence HDP na hlavu a produktivity dochází i k cenové konvergenci, kterou lze realizovat buď posilováním příslušné národní měny, nebo nadprůměrnou inflací. Posilování domácí měny v tomto případě již není možné, a tak dochází ke konvergenci pomocí inflačního kanálu. Avšak vyšší míra inflace vede k nízkým reálným úrokovým sazbám, domácí úvěrové expanzi a poklesu konkurenceschopnosti, neboť produktivita nedosahuje tak vysokého tempa růstu jako inflace. Nastavení správné monetární politiky v určitém čase je obtížné samo o sobě a zejména, když skupina zemí je tak heterogenní. Může se stát, že nastavená měnová politika nebude vyhovovat nikomu, neboť některé země budou tlačeny k deflaci a jiné bojovat s inflací a jejími důsledky.⁵⁶

4.3 Komparace USA a eurozóny ve vybraných ukazatelích

Na základě důvodů zmíněných v subkapitole (4.2) nepovažuje Janáčková (2010, s. 26) euro za úspěšný projekt. Každá země by totiž potřebovala trochu jinou měnovou politiku a přístup. Na druhou stranu dodává, že v mezinárodním měřítku je euro považováno za měnu, která hraje důležitou roli ve světové ekonomice. Významnost eura se tak dle Markové (2006, s. 225) odvíjí především od velikosti ekonomik států eurozóny jako celku a jejich postavení na světových trzích.⁵⁷ To stejné však platí i pro americký dolar.

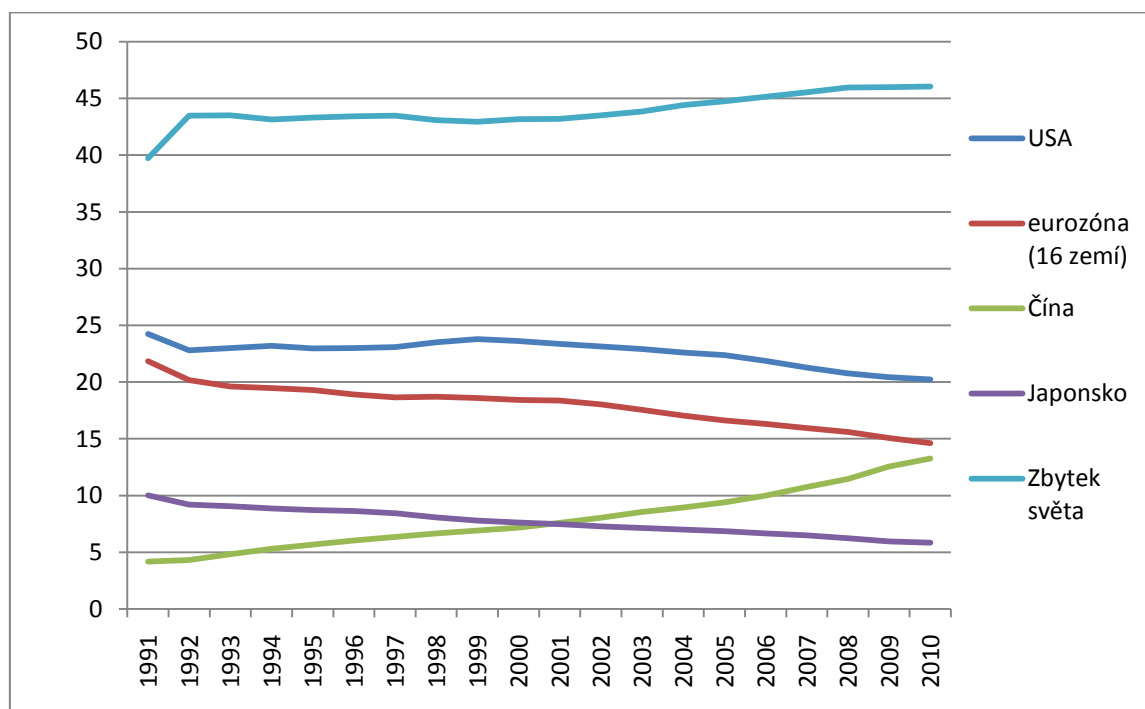
4.3.1 Podíl USA a eurozóny na světovém HDP

Velikost obou ekonomik můžeme prezentovat na jejich podílu na světovém HDP, jehož vývoj zachycuje graf (4.1).

⁵⁶ Janáčková (2010, s. 20)

⁵⁷ Euro se dokonce používá k dolarizaci, pro kterou se vžil vlastní název euroizace.

Graf 4.1 Vývoj podílu vybraných ekonomik na světovém HDP v letech 1991 – 2010 (v %)



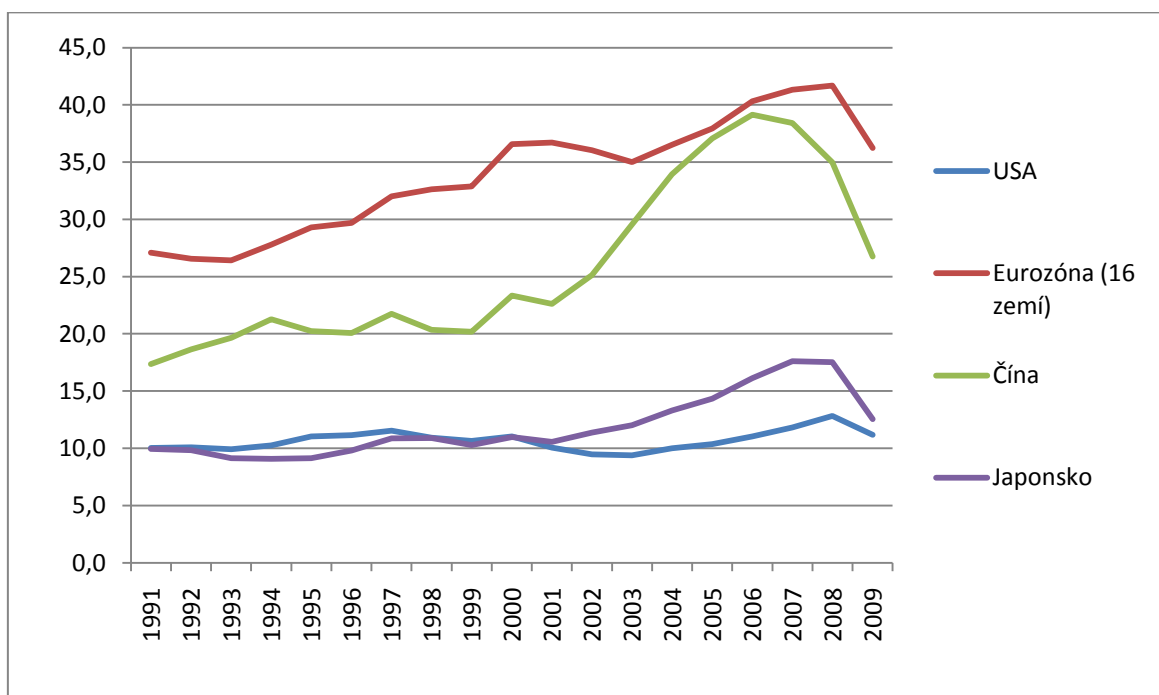
Zdroj: ECONSTATS [20. 3. 2011]

Mírný pokles podílu ekonomik na světovém HDP lze vidět v posledních letech jak u států eurozóny, tak i USA. Stejně tak lze z grafu zaznamenat mírnou divergenci těchto ekonomik. Přesto Marková (2006, s. 225) považuje velikostně tyto ekonomiky za srovnatelné. Graf (4.1) rovněž zachycuje vývoj Japonska a Číny, které patří k velmi diskutovaným asijským ekonomikám. Japonsko vzhledem k postupné ztrátě na mezinárodním významu a Čína vzhledem k rychlému ekonomickému růstu a získávání váhy na mezinárodním poli, čemuž odpovídá i prudký nárůst jejího podílu na světovém HDP. Během zachyceného období tento podíl Číny vzrostl dokonce třikrát, zatímco podíl USA, eurozóny i Japonska zaznamenal pokles.

4.3.2 Otevřenost ekonomiky USA a eurozóny

Pokud budeme porovnávat podíl exportu na HDP, tedy otevřenost ekonomiky USA a eurozóny, zjistíme, že USA jsou mnohem uzavřenější než eurozóna, jak lze vyvodit z grafu (4.2), který zachycuje rovněž otevřenost ekonomiky Číny a Japonska.

Graf 4.2 Podíl exportu na HDP vybraných zemí v letech 1991 – 2009, v %



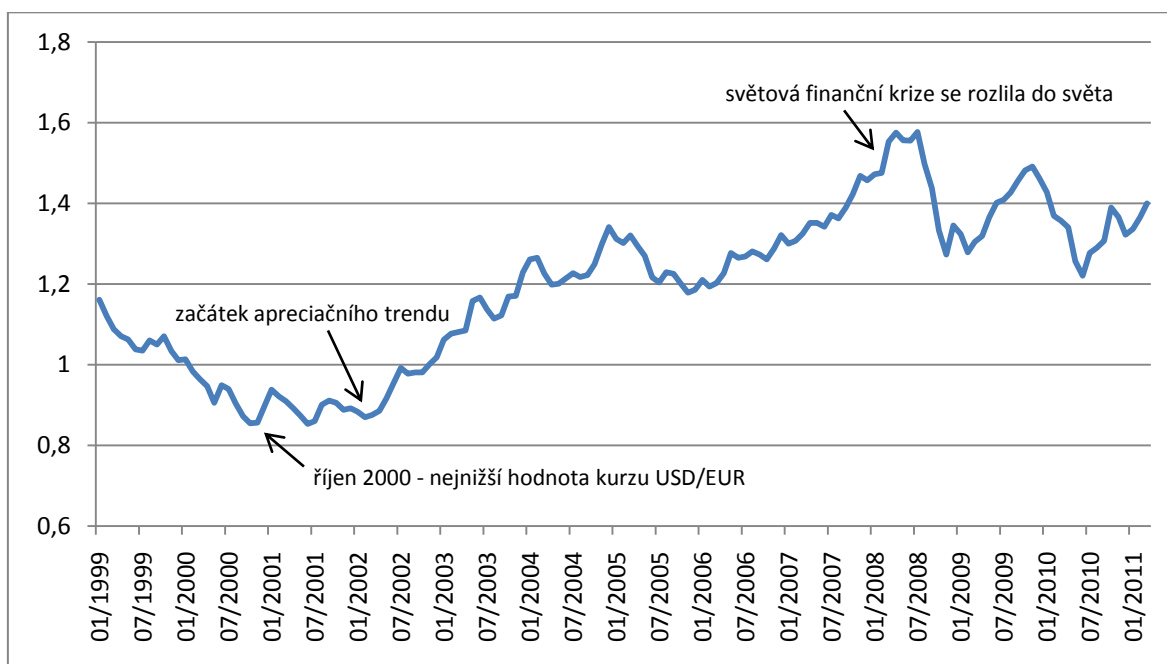
Zdroj: Světová banka [26. 3. 2011]

Graf sice zachycuje data eurozóny včetně exportu mezi zeměmi eurozóny, nicméně podíl exportu eurozóny jako celku mimo tuto oblast je rovněž vyšší než podíl exportu na HDP Spojených států amerických a pohybuje se kolem 20 %. Nastíněné situaci však neodpovídá využití jednotlivých měn na mezinárodních finančních trzích, v transakcích a operacích, stejně tak na kapitálových trzích. V tomto použití totiž dle Markové (2006, s. 225) jednoznačně vede americký dolar. Euro je však hned na druhém místě a díky rostoucímu počtu zemí, které euro zavádějí, stejně tak vzhledem k velkému podílu eurozóny na světovém obchodě, lze teoreticky očekávat růst podílu eura v této oblasti. Hodně však bude záležet na vývoji kurzu eura vůči americkému dolaru.

4.4 Vývoj měnového kurzu USD/EUR

Vzhledem k důležitosti dalšího vývoje kurzu USD/EUR je žádoucí mít představu o současném i minulém vývoji tohoto kurzu, ze kterého je možné odvodit určitý trend vývoje. Graf (4.3) právě tento vývoj představuje.

Graf 4.3 Vývoj kurzu USD/EUR v letech 01/1999 – 03/2011, měsíční průměry



Zdroj: ECB [21. 3. 2011]

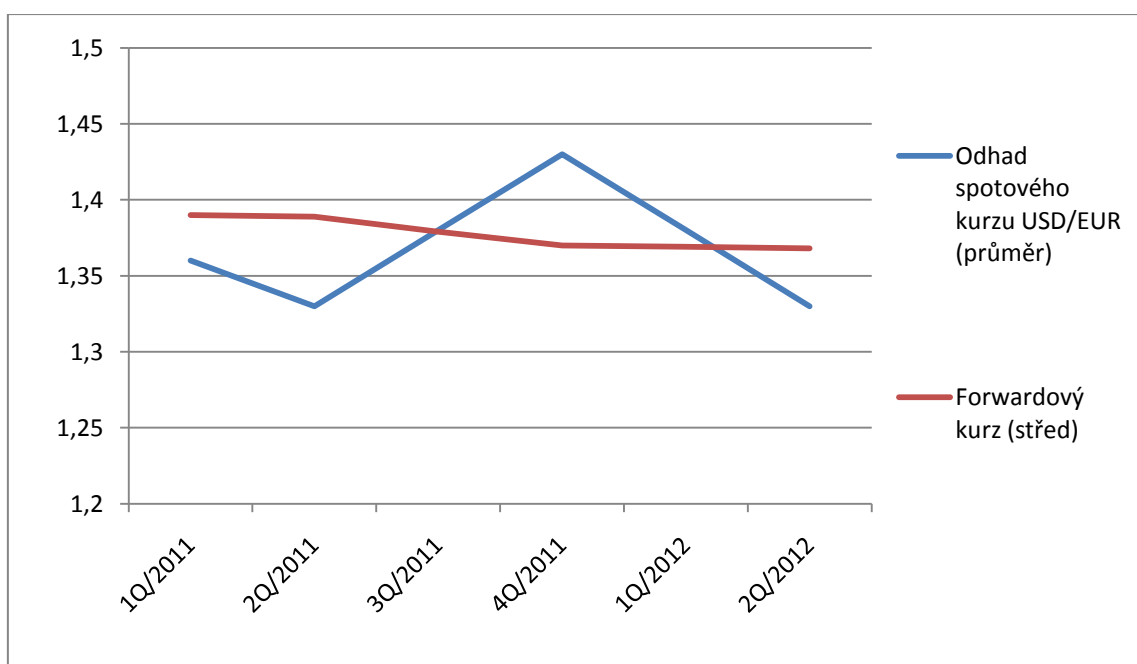
Z grafu (4.3) je patrné, že po zavedení eura začala tato měna vzhledem k dolaru oslabovat, až dosáhla v říjnu roku 2000 prozatím své nejnižší hodnoty. Důvody tohoto vývoje lze spatřit zejména v pomalejším ekonomickém růstu eurozóny než USA. Dalším problémem byla celková vnitřní nestabilita EU, která se na vývoji měnového kurzu eura rovněž podepsala. Na druhou stranu se znehodnocení eura projevilo v růstu exportu a konkurenceschopnosti eurozóny.

ECB přistoupila k zásahům teprve po roce znehodnocování, když začátkem roku 2000 přešla ze systému tendrů s fixní úrokovou sazbou na systém s variabilní úrokovou sazbou, což umožnilo flexibilnější regulaci úrokových sazeb. V září a listopadu roku 2000 navíc intervenovala ve prospěch eura, což bylo v době, kdy euro dosahovalo své nejnižší hodnoty. Nastolení apreciačního trendu je však zřejmé teprve od první poloviny roku 2002. Marková (2006, s. 226) spatřuje tento trend spíše v oslabování dolaru v důsledku skandálů kolem „kreativního účetnictví“ některých amerických firem, čímž došlo ke snížení poptávky po amerických aktivech. Stejně tak k apreciačnímu trendu přispěly spekulativní nákupy eura s vidinou jeho postupného posilování.

Zhodnocování eura vůči dolaru bylo narušeno, když se americká hypoteční krize přeměnila ve světovou hospodářskou krizi. Kurz amerického dolaru k euru vykazoval

střídavě depreciační i apreciační tendence. Od začátku roku 2011 až do konce pozorování měnového kurzu v dubnu 2011 se projevuje mírný, i když kolísavý, apreciační trend. Ten je zachycen v příloze č. 3, kde najdeme denní měnové kurzy USD/EUR od začátku roku 2011. Březnový odhad ČSOB pro další vývoj spotového kurzu vyjádřeného kvartálně jeho průměrem hovoří o apreciaci i deprecii kurzu, nicméně forwardový kurz ČSOB je zcela příkloněn k velice mírné deprecii eura, jak lze vidět v grafu (4.4). Ten na konci odhadovaného období klesne k 1,37 USD za euro.

Graf 4.4 Odhady ČSOB spotového kurzu a forwardové kurzy USD/EUR v letech
1Q/2011 – 2Q/2012



Zdroj: ČSOB, FX výhled [28. 3. 2011]

V úvahách o dalším vývoji tohoto měnového páru je nutno zohlednit hned několik determinant. ECB začátkem dubna 2011 celkem nečekaně zvýšila základní úrokovou sazbu o 0,25 p.b, tedy na 1,25 %. To může pomoci apreciaci měnového kurzu eura díky změně úrokového diferenciálu ve prospěch eura. K apreciaci eura přispívá i americká politika kvantitativního uvolňování, díky které nemusí být americký dolar považován za tak stabilní měnu, jako býval. Na druhou stranu jsou zde vlivy, jejichž důsledkem je tlak na deprecii eura. Jedná se o fiskální problémy, které provázejí některé členské země eurozóny. Po tom, co Řecko i Irsko oficiálně přijalo finanční pomoc EU a IMF, je středem pozornosti Portugalsko a Španělsko. Napětí na trzích dluhopisů zvětšuje rizikovou prémii, se kterou dluhopisy těchto zemí obchodují a zároveň tlačí na deprecii eura. S velkou

pozorností se proto sleduje, zda tyto dvě země budou schopny v následujících měsících splácet své dluhy. Pokud by překonaly tyto rizikové měsíce, má euro šanci prudce zhodnotit. Vytvořila by se navíc jakási protiváha jednoho z argumentů, který zpochybňuje dlouhé trvání eura na mezinárodní scéně, a to tím, že euro zatím neprošlo žádnou krizí, a proto disponovalo zatím víceméně bezproblémovým vývojem.⁵⁸

K určité apreciaci eura by došlo i v případě, že by Portugalsko a Španělsko požádalo oficiálně o úvěrovou pomoc, což následně v dubnu 2011 Portugalsko udělalo. V současné době navíc k volatilitě kurzu eurodolaru přispívá vyhrocená situace v severní Africe a katastrofa v Japonsku. Na základě historického hlediska sice z geopolitického napětí i různých přírodních katastrof vždy profitoval americký dolar jako bezpečná měna v době velkých turbulencí, avšak v současnosti lze vidět, že dolar určitou část z tohoto postavení ztratil, ať už díky světové finanční krizi či následné politiky kvantitativního uvolňování.

4.5 Komparace USD a EUR ve funkci rezervní měny

Skutečnost, že americký dolar ztrácí pomalu svůj podíl v mezinárodních měnových rezervách, je obecně známá a může být podložena daty, která čtvrtletně zveřejňuje IMF v tzv. COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves). Tato agregovaná data však pokrývají jen okolo 70 % všech světových devizových rezerv, přesto není možné popřít určitou vypovídací hodnotu. Hlášení o struktuře devizových států je na dobrovolné bázi a nelze přesně zjistit, které země poskytují IMF svá statistická data. Na světě je v současné době 195 nezávislých a všeobecně uznávaných států a z toho je 187 států členy IMF. Do COFER přispívají svými daty 33 z 34 vyspělých členských ekonomik a 105 ze 153 rozvíjejících a rozvojových ekonomik, které jsou členy IMF. V těchto statistikách tedy chybí 48 rozvojových a rozvíjejících se ekonomik, mezi nimiž se nachází např. světové devizové rezervy Číny, jejichž objem tvořil dle International Financial Statistics (IFS)⁵⁹ v roce 2009 přibližně 28 % všech devizových rezerv ve světě, a přitom v roce 1999 to bylo jen 8 %. Čína tak disponuje největším objemem devizových rezerv na světě, a to od roku 2006, kdy převýšila objem devizových rezerv Japonska. Žebříček 10 zemí s největším

⁵⁸ Internetový portál ČSOB [25. 3. 2011]

⁵⁹ IFS jsou rovněž sestavovány Mezinárodním měnovým fondem a země jsou podstatně sdílnější, neboť se nejedná o vykazování dat na měnovou skladbu rezerv, ale pouze o roční vykazování objemu rezerv, které drží.

objemem devizových rezerv v letech 2006 – 2009 zachycuje tabulka (4.1). Země jsou řazeny dle postavení v žebříčku v roce 2009.

Tabulka 4.1 10 zemí s největším objemem devizových rezerv v letech 2006 – 2009 (mil. SDR)

	2006	2007	2008	2009
Čína	710 245	968 379	1 265 530	1 541 150
Japonsko	584 739	602 933	655 317	652 065
Rusko	196 469	295 365	267 323	265 772
Saudská Arábie	150 249	193 296	287 125	261 336
Taiwan	176 913	171 056	189 387	222 109
Jižní Korea	158 789	165 892	130 590	172 185
Indie	113 492	168 953	160 633	169 154
Hong Kong	88 519	96 590	118 466	163 150
Brazílie	56 605	113 547	125 201	151 410
Singapur	90 575	103 121	113 092	119 796

Zdroj: IFS, vlastní úprava [31. 3. 2011]

Do první dvacítky pak tuto skupinu doplňují Alžírsko, Thajsko, USA, Libye, Mexiko, Švýcarsko, Malajsie, Polsko, Dánsko a Turecko. Tyto státy jsou seřazeny, jak následují v pořadí 11. – 20. Ze složení států v první dvacítkě lze odvodit, že většinu tvoří státy zahrnuté do rozvojových a rozvíjejících se ekonomik. Konkrétně se jedná o 12 států a zbylých 8 jsou vyspělé ekonomiky. Těchto 8 států ale drží objemově jen 53 % devizových rezerv, které vlastní 12 rozvojových a rozvíjejících se států. Čína, která vede tento žebříček, své devizové rezervy mezi roky 2006 a 2009 více než zdvojnásobila a v tomto navyšování pokračuje. Hromadění devizových rezerv pak využívá k oslabování své měny.

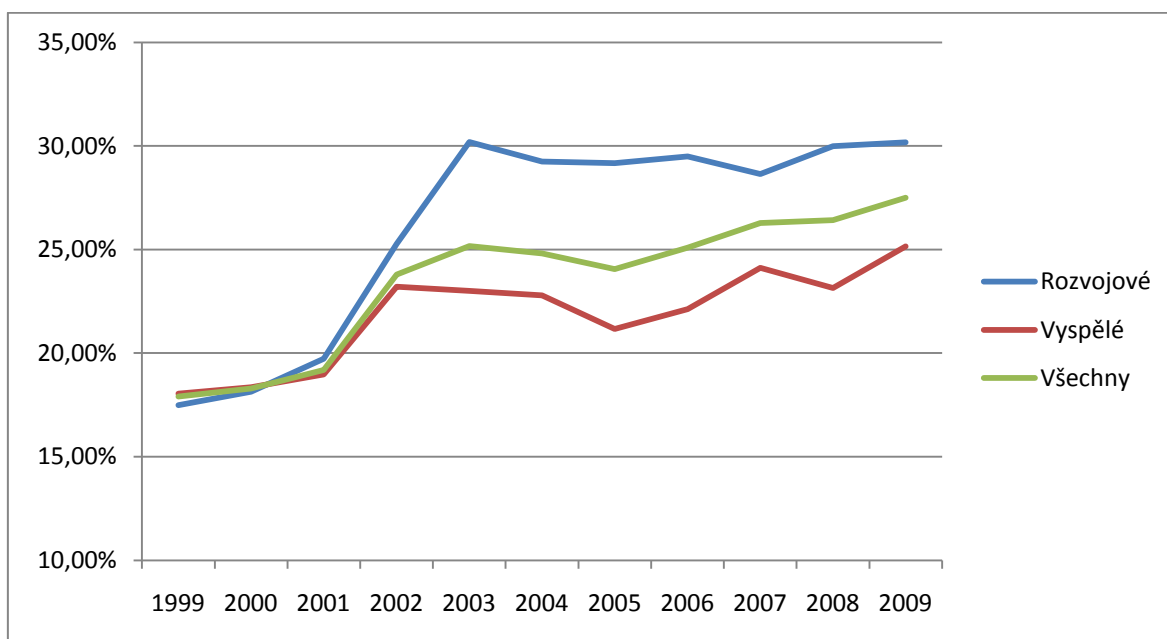
Ostatně o čínském jüanu se vede mnoho debat, zda se právě tato měna nestane světovou rezervní dříve než euro. Jedná se spíše o odhady a spekulace, neboť mnoho ukazatelů Čína nevykazuje veřejně a ostatní čínské statistiky se nepovažují za příliš věrohodné. Plhoň a Hyklová (2011, s. 9) uvádějí, že tyto statistiky v minulosti zpochybnili dokonce i někteří představitelé čínské komunistické strany. Přesto je obecně známo, že podhodnocený jüan (odhadem až o 40 % vůči dolaru) spolu s velkým množstvím exportu vedou k neuvěřitelnému ekonomickému růstu Číny. Zde však vidí někteří ekonomové jednu možnou překážku při cestě za postem světové měny. Spekuluje se totiž o možném

přehřátí čínské ekonomiky. Poukazuje se hlavně na vysokou inflaci, která může způsobit bublinu zejména na trhu s nemovitostmi. Úvahám o inflaci však předchází další překážky. Čína sice disponuje velkou ekonomickou silou, nicméně by musela být i politickou supersilou. Tento požadavek určitě nesplňuje a navíc je často kritizovaná za nedodržování lidských práv. Dalším problémem je omezená konvertibilita jüanu, avšak na plnou konvertibilitu není současný bankovní systém, který potřebuje transformovat, připraven. Současný čínský prezident Chu Ťin-tchao se sice v lednu vyslovil, že současný mezinárodní měnový systém je produktem minulosti, čímž nepřímou naznačil, že čínský vládní režim si klade za jeden z cílů nahradit dolar svojí měnou a dosáhnout tak světového uznání. Čína dokonce v minulém roce umožnila některým bankám zprostředkovat upsání dluhopisů zahraničních firem a získat tak kapitál v jüanech. V současné době navíc umožňuje nebankovním klientům provádět swapové operace, a tak se zajistit proti kurzovému riziku, ale taky částečně spekulovat na vývoj jüanu. Tímto krokem se Čína může přibližovat svému cíli zinternacionalizovat jejich měnu. Na druhou stranu se vynořují pochyby, zda je vůbec důvod, proč se otázkou jüanu jako možné světové měny zabývat s odkazem na příklad Japonska, o kterém v 80. letech 20. století rovněž kolovaly spekulace o aspiraci na světovou měnu. V současné době je však jasné, že japonská měna vedoucí světovou měnou nebude, a tudíž se vyvozují logické závěry, že dokud bude docházet k manipulaci kurzu čínské měny, jüan se nikdy světovou měnou nemůže stát.⁶⁰

Existují samozřejmě i spekulace, že ani euro se již světovou měnou nemůže stát a hegemonie dolaru je v podstatě nesmrtelná. Z pohledu třetí strany je však třeba si uvědomit, že zastánci eura mluví o zrodu nové mezinárodní měny a zastánci dolaru hovoří o neporazitelnosti dolaru. Je pravdou, že v rámci světových devizových rezerv došlo k velkému poklesu dolarového podílu již v 70. i v 80. letech 20. století, který se v průběhu 90. let měnil zase v jeho nárůst, nicméně v současné době se jedná o únik od dolaru k jedné měně, který je tažen zejména rozhodnutím rozvojových a rozvíjejících se ekonomik o navýšení podílu eura, jak je zřetelné z grafu (4.5).

⁶⁰ Plhoň, Hyklová (2011, ss. 7-9)

Graf 4.5 Vývoj podílu eura ve světových devizových rezervách a v devizových rezervách vyspělých a rozvojových, včetně rozvíjejících se ekonomik, v letech 1999 – 2009 (%)



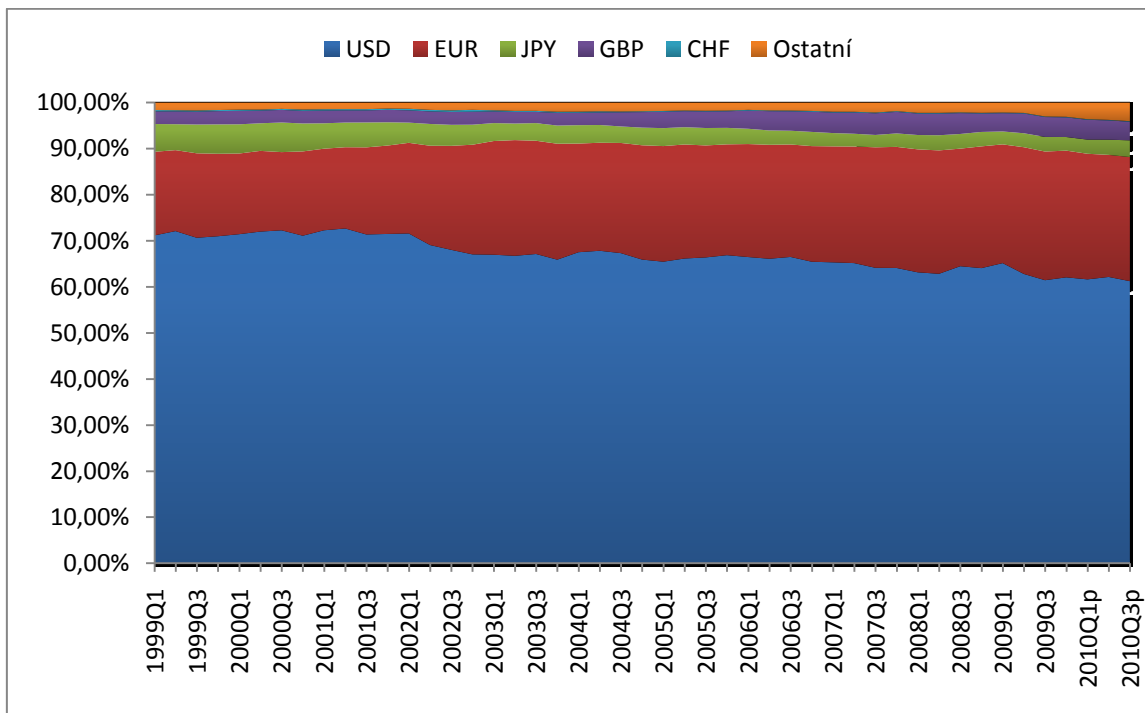
Zdroj: COFER [28. 3. 2011]

Mezi rozvojové či rozvíjející se ekonomiky spadají i některé asijské ekonomiky, které v 90. letech 20. století prošly finanční krizí. Díky této krizi začaly následně kumulovat své devizové rezervy jako ochranu proti možnému odlivu kapitálu, následným výkyvům v měnovém kurzu národní měny a další finanční krizi. Dle statistik ECB je sice euro geograficky spíše omezeno na země v okolí eurozóny, které drží převážnou část svých rezerv v eurech, přesto je z grafu v příloze č. 4 patrné, že v rámci skupiny rozvojových států a rozvíjejících se států jako celku dochází k diverzifikaci rezervního portfolia směrem k euru.

I když v COFER není zahrnuta Čína, její vliv na roli eura jako světové rezervní měny bude vzhledem k objemu držení rezerv veliký. Čína se totiž dle Lavičky (2010) snaží snížit podíl amerického dolaru ve svém portfoliu zejména směrem k euru, což bude tlačit na apreciaci společné evropské měny. Euro tak může v budoucnu zvýšit svůj podíl díky Číně nejen ve světových devizových rezervách, ale díky v budoucnu očekávané apreciaci eura i podíly v ostatních funkcích definovaných v subkapitole (2.6), jež má světová měna splňovat.

Souhrnnou situaci světových devizových rezerv, kde nejsou rozlišeny vyspělé a rozvojové ekonomiky, prezentuje graf (4.6).

Graf 4.6 Podíl měn na světových devizových rezervách v letech 1Q/1999 – 3Q/2010 (%)



Zdroj: COFER, vlastní výpočty [28. 3. 2011]

V tomto grafu je patrné, že od vzniku eura v roce 1999 dochází pomalu k nárůstu jeho podílu ve světových devizových rezervách zejména na úkor amerického dolaru.

4.5.1 Vztah měnového kurzu USD/EUR a podílu eura (dolaru) ve světových devizových rezervách

Apreciace eura by měla mít vliv i na rozhodnutí ostatních zemí zvyšovat podíl eura ve svých devizových rezervách. Mezi pohybem měnového kurzu USD/EUR a podílem eura (dolaru) ve světových devizových rezervách totiž existuje vztah, jehož těsnost je možné zjednodušeně vyjádřit pomocí korelačního koeficientu r . Ten nabývá hodnot -1 až 1 podle toho, zda se jedná o nepřímou respektive přímou závislost. Hodnoty blízko 0 vypovídají o malé závislosti či dokonce o úplné nezávislosti. Korelační koeficient pro vztah mezi kurzem USD/EUR a podílem dolaru ve světových devizových rezervách by měl nabývat záporné hodnoty, neboť americký dolar vykazuje od roku 1999 spíše depreciační trend, který je v kurzu USD/EUR vyjádřen zvyšující se hodnotou, zatímco

podíl dolaru ve světových devizových rezervách klesá. Pro vztah mezi podílem eura ve světových devizových rezervách a kurzem USD/EUR se očekává hodnota korelačního koeficientu kladná, neboť kurz eura vůči dolaru vykazuje apreciační trend pro euro a zároveň dochází k nárůstu podílu eura ve světových devizových rezervách. Výchozí data pro korelační analýzu jsou uvedena v příloze č. 5 a tvoří je meziroční změny v podílu eurových (dolarových) světových devizových rezerv a meziroční změny měnového kurzu USD/EUR, vše očištěno od sezónních vlivů. Jelikož se jedná o meziroční změny, jsou tato vstupní data zachycena od roku 2000, lépe řečeno reprezentují období 1Q/2000 – 4Q/2010.

Korelační koeficient mezi změnou v podílu dolaru ve světových devizových rezervách a změnou měnového kurzu USD/EUR pro celé období 1Q/2000 – 4Q/2010 dosáhl dle očekávání záporné hodnoty -0,574, tudíž se jedná o význačnou těsnost vztahu a nepřímou závislost, což znamená, že s depreciací USD dochází ceteris paribus k poklesu podílu dolaru ve světových devizových rezervách. Stejně tak v případě korelačního koeficientu pro změnu v podílu eur ve světových devizových rezervách a změnu měnového kurzu USD/EUR se dosáhlo očekávané hodnoty, tentokrát kladné hodnoty 0,504. Jedná se tedy o přímou závislost s význačnou těsností, z čehož vyplývá, že se zhodnocováním eura a znehodnocováním dolaru dochází ceteris paribus k růstu podílu eura ve světových devizových rezervách. Je důležité si však uvědomit, že vztah mezi změnami podílu EUR (USD) ve světových devizových rezervách a změnami měnového kurzu USD/EUR neexistuje ve vakuu, a tedy bez vlivu dalších proměnných. Proto je uváděna podmínka ceteris paribus. Vliv může mít např. makroekonomická a politická stabilita.

Výstup výpočtu korelačního koeficientu pro vztah mezi změnou v podílu USD či EUR ve světových devizových rezervách a změnou v měnovém kurzu USD/EUR za celé období 1Q/2000 – 4Q/2010 je uveden v příloze č. 6. Příloha dokládá i úspěšné testování významnosti hodnoty těchto dvou korelačních koeficientů, které jsou tudíž významné.

Celkový korelační koeficient pro dané období neukazuje však vývoj v čase, proto je vypočten i tzv. rolovaný korelační koeficient, který vystihuje, jak se vztah mezi změnou podílu USD či EUR ve světových devizových rezervách a změnou v měnovém kurzu USD/EUR vyvíjel v čase vždy za určitá období. Výsledky pro jednotlivá období reprezentuje tabulka (4.2) společně s t -testem na hladině významnosti 5 %.

Tabulka 4.2 Korelační koeficienty podílu USD (EUR) ve světových devizových rezervách a měnového kurzu USD/EUR za období 1Q/2000 – 4Q/2010

	<i>r</i> - kurz X podíl USD	<i>r</i> - kurz X podíl EUR	<i>t</i> -test
1Q/2000 – 1Q/2008	-0,6170	0,4944	$ r > 0,349$
2Q/2000 – 2Q/2008	-0,6228	0,4632	$ r > 0,349$
3Q/2000 – 3Q/2008	-0,6043	0,4320	$ r > 0,349$
4Q/2000 – 4Q/2008	-0,5673	0,3887	$ r > 0,349$
1Q/2001 – 1Q/2009	-0,6251	0,4325	$ r > 0,349$
2Q/2001 – 2Q/2009	-0,6035	0,4170	$ r > 0,349$
3Q/2001 – 3Q/2009	-0,5131	0,3822	$ r > 0,349$
4Q/2001 – 4Q/2009	-0,5209	0,4004	$ r > 0,349$
1Q/2002 – 1Q/2010	-0,4992	0,4006	$ r > 0,349$
1Q/2002 – 1Q/2010	-0,4964	0,4624	$ r > 0,349$
3Q/2002 – 3Q/2010	-0,5179	0,5239	$ r > 0,349$
4Q/2002 – 4Q/2010	-0,5049	0,5471	$ r > 0,349$

Zdroj: COFER, ECB, vlastní výpočty [8. 4. 2011]

V tabulce lze vidět, že korelační koeficient v absolutní hodnotě pro vztah mezi změnou podílu dolaru ve světových devizových rezervách a změnou měnového kurzu USD/EUR s postupem času mírně klesl. Pokles však nemusí být trvalý, neboť jsou k dispozici data za relativně krátkou časovou řadu. Jedná se spíše o oscilaci kolem hodnoty -0,574 vypočtené pro celé období 1Q/2000 – 4Q/2010. Hodnota korelačního koeficientu pro vztah mezi změnou měnového kurzu USD/EUR a změnou podílu eura ve světových devizových rezervách naopak mírně vzrostla, ale opět nelze říci, že by šlo o určitý trend. Nelze tedy říct, že se podíl eura a měnový kurz stávají více závislými či podíl dolaru a měnový kurz méně závislými. I v případě vztahu mezi změnou podílu eura ve světových devizových rezervách a změnou měnového kurzu USD/EUR oscilují korelační koeficienty pro jednotlivá období kolem hodnoty 0,504 vypočtené pro celé období 1Q/2000 – 4Q/2010.

Tabulka (4.2) rovněž obsahuje výsledky *t*-testu. *T*-test je testem významnosti hodnoty korelačního koeficientu, pro jehož provedení je nutné si stanovit nulovou a alternativní hypotézu. Nulová hypotéza představuje skutečnost, že se korelační koeficient rovná nule, a tedy mezi zvolenými proměnnými neexistuje vztah. Alternativní hypotézou je skutečnost, že je korelační koeficient různý od nuly, a tedy existuje mezi zvolenými proměnnými vztah. V případě, že se nepodaří zamítnout nulovou hypotézu, bude korelační koeficient na mnou zvolené hladině významnosti 5 % nevýznamný.

Určení hypotéz

$H_0: r = 0$

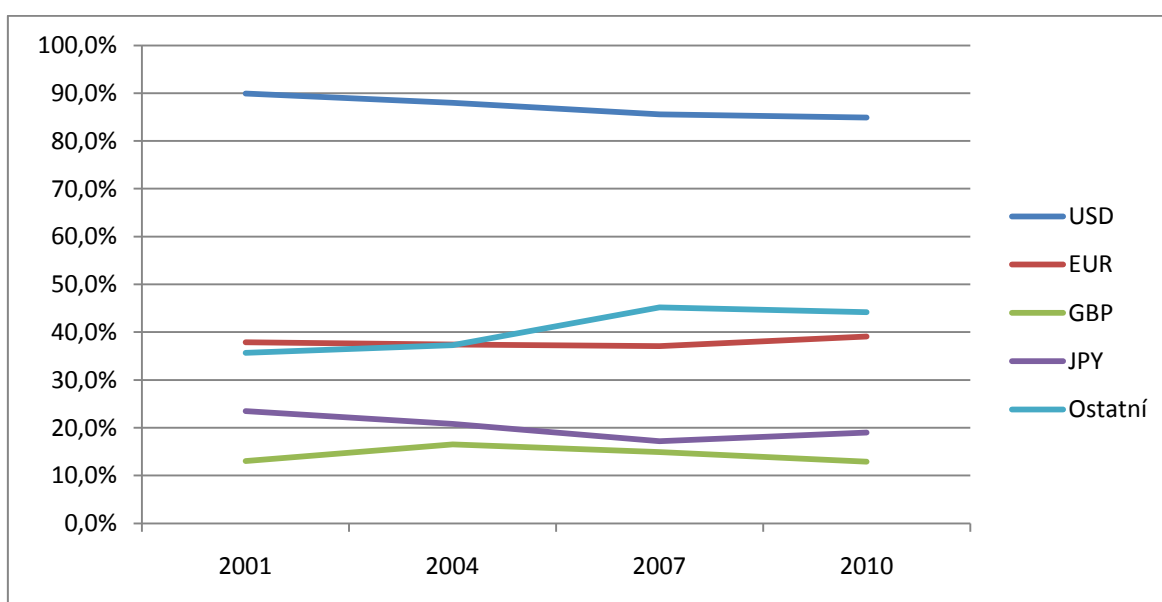
$H_1: r \neq 0$

Nulová hypotéza bude zamítnuta v případě, že kritická hodnota korelačního koeficientu je menší než absolutní hodnota vypočteného korelačního koeficientu, tedy $|r| > r_k$. V příloze č. 7 jsou uvedeny kritické hodnoty pro jednotlivé hladiny významnosti při určitém počtu dat. V tomto případě se kritická hodnota korelačního koeficientu pro počet proměnných 33 při hladině významnosti 5 % rovná 0,349. V tabulce (4.2) můžeme vidět, že všechny vypočtené hodnoty korelačního koeficientu jsou v absolutní hodnotě větší než r_k a tudíž zamítáme nulovou hypotézu o nezávislosti změny podílu USD (EUR) ve světových devizových rezervách na změně měnového kurzu USD/EUR a změny.

4.6 Komparace USD a EUR ve funkci mezinárodního platidla

O mírném poklesu významu amerického dolaru a růstu významu eura jako světové měny je možné se přesvědčit i v rámci funkce mezinárodního platidla. Tato funkce zastupuje skutečnost, že obě měny jsou žádané a všeobecně užívané, a je vyjádřena v grafu (4.7) podílem jednotlivých měn na obratu světového devizového trhu.

Graf 4.7 Podíl měn na obratu světového devizového trhu v letech 2001, 2004, 2007, 2010 (%)¹

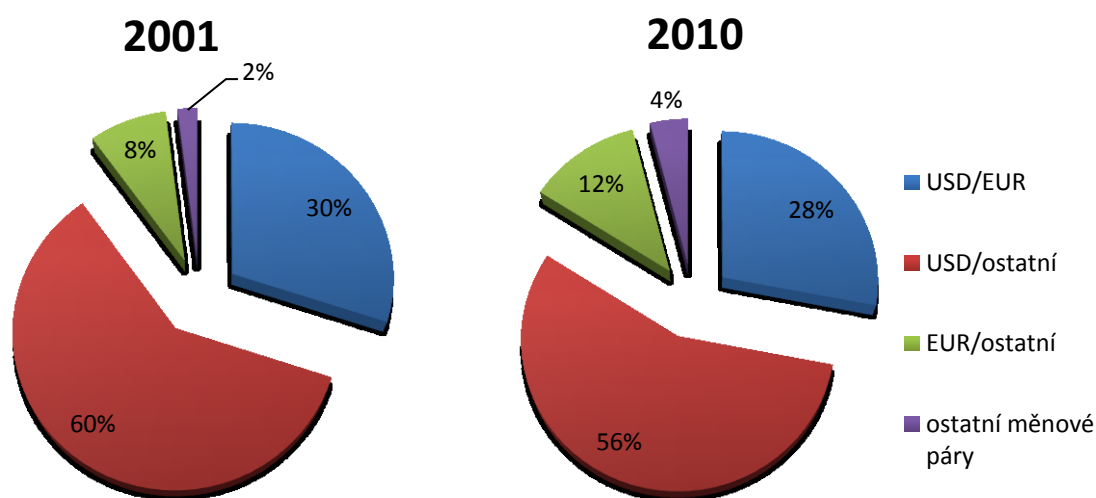


¹Součet procent v jednotlivých letech je 200%, protože v každé transakci figurují vždy dvě měny.

Zdroj: BIS – Triennial Central Bank Survey 2010 [26. 3. 2011]

Mezi roky 2001 – 2010 dosáhl největšího růstu australský dolar, jenž je zahrnut v grafu (4.7) mezi „ostatními“ měnami. Je však třeba zmínit i růst podílů zemí, jejichž měny nepatří mezi prvních 10 mezinárodně nejvýznamnějších měn. Největší pozitivní vývoj byl vyzorován u korejského wonu a čínského jüanu. Pokud se ale zaměříme zcela na euro a dolar v měnových párech, získáme koláčové grafy (4.8), které prezentují změny mezi roky 2001 a 2010.

Graf 4.8 Podíl vybraných párových kurzů na obratu světového devizového trhu v letech 2001 a 2010 (%)



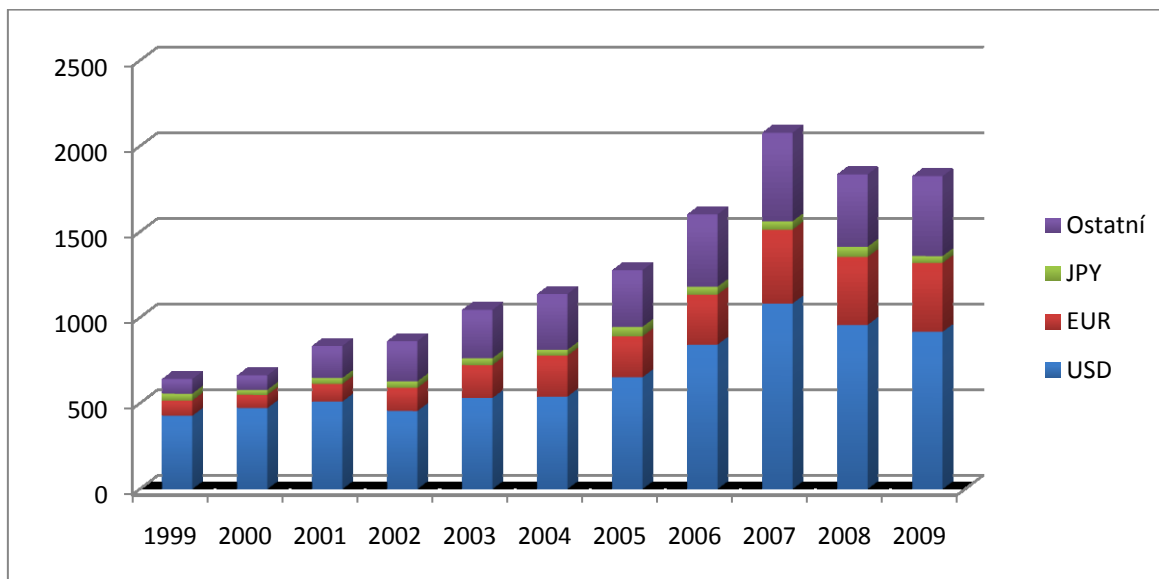
Zdroj: BIS – Triennial Central Bank Survey 2010 [26. 3. 2011]

Z grafu (4.8) je patrný pokles podílu dolaru, ať už v měnovém páru s eurem či s jinými měnami. V případě eura se samozřejmě taky jedná o pokles v měnovém páru s dolarem o 2 p. b., nicméně v měnových párech s jinými měnami došlo k nárůstu podílu o 4 p. b.

4.7 Komparace USD a EUR ve funkci ukládací měny

Němeček (2000, s. 43) má na mysli funkci ukládací měny, „...že zahraničí ukládá majetek v obchodovatelných, zúročitelných cenných papírech denominovaných v těchto měnách“. Takto definovaná funkce ale zahrnuje velké množství finančních a kapitálových produktů a derivátů. Proto je tato funkce zjednodušeně prezentována na vkladech, které provedli nerezidenti USA nebo eurozóny mimo danou oblast v dolarech, resp. v eurech. Objem těchto vkladů zachycuje graf (4.9).

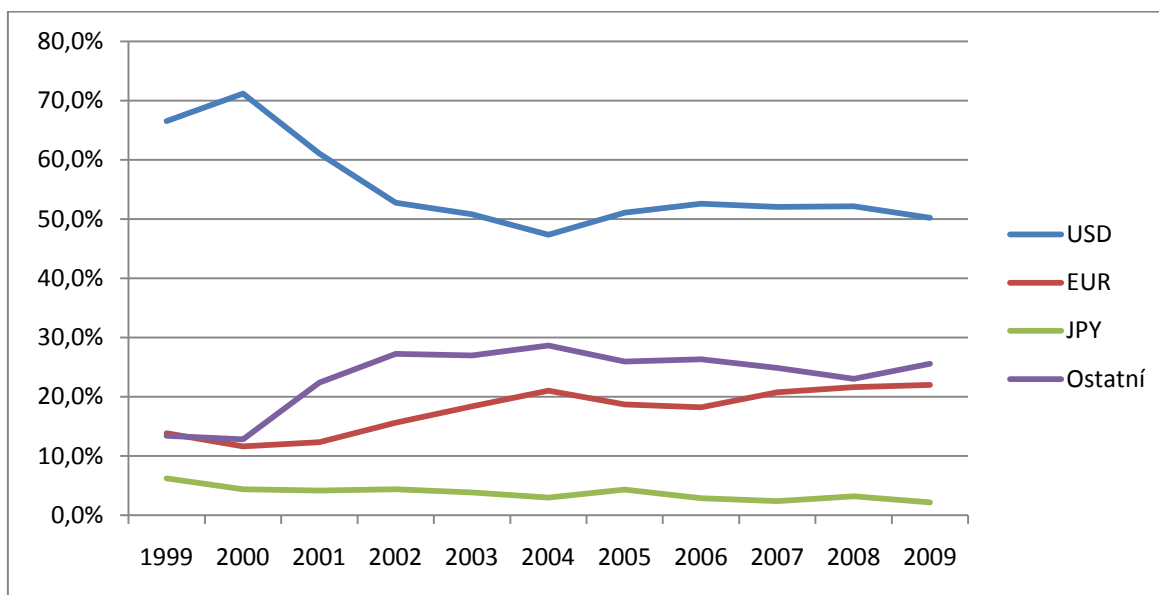
Graf 4.9 Objem neukončených vkladů nerezidentů příslušného území mimo tuto oblast
v letech 1999 – 2009, konec roku (mld. USD)



Zdroj: ECB [1. 4. 2011]

Graf (4.9) ukazuje, že objem vkladů v nominálních hodnotách v uvedených měnách rostl až do roku 2007, načež následoval pokles v letech 2008 a 2009. Pokles celkového objemu vkladů koresponduje s obavami lidí o své peníze během rozvinutí se světové finanční krize. Z tohoto grafu je však těžko patrné, jak se měnil podíl vkladů v určitých měnách na celém objemu vkladů, jinak řečeno jak se měnil např. podíl vkladů v amerických dolarech, které byly provedeny nerezidenty USA mimo území USA. Tuto skutečnost zachycuje graf (4.10)

Graf 4.10 Podíl neukončených vkladů uskutečněných nerezidenty ve měně příslušné země mimo tuto zemi v letech 1999 – 2009 (%)



Zdroj: ECB [1. 4. 2011]

Graf (4.10) potvrzuje, že i ve funkci ukládací měny dochází k nárůstu podílu eura zejména na úkor podílu dolaru, ale i japonského jenu. Podíl vkladů v dolarech sice zaznamenal od roku 2004 mírný nárůst, nicméně v roce 2009 lze pozorovat znovu pokles. U podílu vkladů uskutečněných v eurech tomu bylo přesně naopak. Nárůst podílu eurových vkladů se v roce 2004 změnil v mírný pokles, který se však v roce 2006 zastavil a došlo k opětovnému nárůstu.

4.8 Dílčí závěr

Tato kapitola se věnuje komparaci eura a amerického dolaru ve třech funkcích, které má světová měna splňovat. Jedná se o funkci rezervní měny, ukládací měny a funkci mezinárodního platidla. Komparace v těchto funkcích je navíc doplněna o komparaci ekonomiky USA a eurozóny co do podílu na tvorbě světového HDP a otevřenosti těchto ekonomik. Na základě všech komparací uvedených v této kapitole je posuzováno, zda se euro může stát vedoucí světovou měnou.

Jelikož ve všech třech funkcích, které má světová měna splňovat, dochází k nárůstu podílu eura a úbytku podílu amerického dolaru, došla jsem k závěru, že euro opravdu má potenciál stát se vedoucí světovou měnou. Tento závěr je podpořen i větší otevřeností ekonomiky eurozóny ve srovnání s ekonomikou USA a srovnatelným podílem obou

ekonomik na světovém HDP. Navíc euro disponovalo od roku 2002 až do doby rozlití světové finanční krize do celého světa apreciačním trendem, na který od začátku roku 2011 navázalo, což je pro převzetí role vedoucí světové měny příznivé. Tato skutečnost je doložena korelační analýzou v případě funkce rezervní měny. Bylo tak potvrzeno, že existuje pozitivní vztah mezi změnou v podílu eura ve světových devizových rezervách a změnou měnového kurzu USD/EUR.

5 Závěr

Cílem této diplomové práce bylo zhodnotit možnosti eura stát se vedoucí světovou měnou a převzít roli amerického dolaru, kterou v současné době ve světové ekonomice hraje. První dvě kapitoly tvoří podklad k samotné komparaci amerického dolaru a eura v jednotlivých funkcích, jež má světová měna splňovat, a zjištění trendu pro zhodnocení možnosti eura stát se vedoucí světovou měnou.

První kapitola se věnuje konkrétně historickému vývoji mezinárodního měnového systému. Jsou zde rozebírány i režimy měnových kurzů, neboť upřednostňování určitých režimů se s historickým vývojem mezinárodního měnového systému měnilo. V období např. brettonwoodského měnového systému byl jednoznačně preferovaný fixní režim měnového kurzu, kde byly měny zafixovány na americký dolar. A právě americkému dolaru je věnována druhá kapitola.

Americký dolar se stal vedoucí světovou měnou již ve 20. letech 20. století, i když tento post až do 50. let 20. století víceméně sdílel s britskou librou. Docházelo tak ke střídání amerického dolaru a britské libry v roli vedoucí světové měny. Vznik brettonwoodského systému a zvolení dolaru klíčovou měnou tohoto systému znamenalo pro dolar nastolení dlouholeté nepřetržité hegemonie této měny, která trvá dodnes. Zrod eura v roce 1999 však znamenal vznik plnohodnotného konkurenta amerického dolaru.

Komparace amerického dolaru a eura ve funkci rezervní měny, mezinárodního platidla i ukládací měny dokládá, že během let 1999 – 2010 docházelo k úbytku podílu dolaru ve prospěch eura. Největší úbytek dolaru a přírůstek eura je znatelný u funkce ukládací měny a měny rezervní. Podíl eura konkrétně ve světových devizových rezervách je tažen zejména rozvojovými a rozvíjejícími se ekonomikami, kde však nejsou zahrnuty devizové rezervy Číny, neboť informace o měnové skladbě svých devizových rezerv Čína neposkytuje. S devizovými rezervami Číny by měl však být přírůstek eura ve světových devizových rezervách ještě vyšší, neboť Čína provádí v současné době diverzifikaci svých ohromných zásob amerických dolarů směrem k euru. Předpokládá se, že tento posun způsobí apreciaci eura a následně i změny v měnové kompozici devizových rezerv ostatních států. Na základě korelační analýzy bylo totiž zjištěno, že mezi změnami v měnovém kurzu USD/EUR a změnami podílu amerického dolaru (eur) ve světových devizových rezervách existuje význačná těsnost. Očekávaná apreciacie může navíc zvýšit podíl eura v rámci funkce ukládací měny a funkce mezinárodního platidla.

Existuje samozřejmě mnoho dalších proměnných, které mají na postavení amerického dolaru i eura velký vliv. Jedním z velmi diskutovaných problémů je současná fiskální situace eurozóny. Tento problém však zvyšuje díky riziku výnosnost dluhopisů vydávaných eurozónou a způsobuje tak paradoxně, že právě Čína je ochotna dluhopisy nakupovat.

Komparace v rámci třetí kapitoly se týkala i podílu USA a eurozóny na tvorbě světového HDP, kde je vidět, že USA sice mají větší podíl, nicméně rozdíl mezi tímto podílem a podílem eurozóny na tvorbě světového HDP není velký. Navíc co do podílu exportu jednotlivých ekonomik na svém HDP je na tom eurozóna lépe, jinak řečeno, je otevřenější ekonomikou. O významnosti eura vypovídá také jeho užití pro dolarizaci, pro kterou se vžil v případě eura název euroizace.

Po zjištění všech těchto faktů, jsem tudíž došla k závěru, že je reálné očekávat v budoucnu nástup eura na post vedoucí světové měny. Pravděpodobnost této situace vyplývá z apreciačního trendu eura vůči dolaru, kterým se euro vyznačuje od roku 2002. V letech 2008 – 2010 byl tento trend sice narušen a měnový kurz USD/EUR osciloval bez trendu, což si vysvětlují souvislostmi se světovou finanční krizí, avšak denní kurzy USD/EUR od začátku roku 2011 hovoří o zřetelném apreciačním trendu. Pravděpodobnost, že se euro stane světovou vedoucí měnou, by dle mého názoru navíc ještě vzrostla, pokud by došlo ke vstupu např. Velké Británie do eurozóny, jakožto vstupu významné ekonomiky, která podpoří kredibilitu eurozóny.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

Knihy, seriálové publikace

APPLEYARD, Dennis R. et al. *International economics*. 5th ed. Boston : McGraw-Hill/Irwin, 2006. ISBN 0-07-287737-5.

BEDNAŘÍK, Radek. *Makroekonomické dopady role dolaru v mezinárodním měnovém systému*. Praha : Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, 2009. 90 s. ISBN 978-80-86729-52-7.

DANIELS, Joseph; VANHOOSE, David. *International monetary and financial economics*. Ohio : South-Western College Publishing, 1999. 555 s. ISBN 0-538-87533-X.

DURČÁKOVÁ, Jaroslava; MANDEL, Martin. *Mezinárodní finance*. 3. vyd. Praha : Management Press, 2007. 487 s. ISBN 978-80-7261-170-6.

EICHENGREEN, Barry J. *Globalizing Capital : a history of the international monetary system*. Princeton : Princeton University Press, 1996. 227 s. ISBN 0-691-00245-2.

FRAIT, Jan. *Mezinárodní peněžní teorie*. Ostrava : Vysoká škola báňská - Technická univerzita Ostrava, 1998. 210 s. ISBN 80-7078-395-8.

HENNING, Randall C. *Currencies and Politics in the United States, Germany, and Japan*. Washington, DC : Institute for International Economics, 1994. 406 s. ISBN 0-88132-127-3.

HILL, Charles W. L. *International Business : competing in the global marketplace*. 7th ed. New York : McGraw-Hill/Irwin, 2009. 738 s. ISBN 978-0-97-128798-2.

ISARD, Peter. *Globalization and the international financial system : what's wrong and what can be done*. 1st ed. New York : Cambridge University Press, 2005. 370 s. ISBN 0-521-84389-8.

JANÁČKOVÁ, Stanislava. *Krise eurozóny a dluhová krize vyspělého světa*. 1. vyd. Praha : Centrum pro ekonomiku a politiku, 2010. 99 s. ISBN 978-80-86547-95-4.

KRUGMAN, Paul R. *Currencies and Crisis*. 7th ed. Cambridge : The MIT Press, 1999. 219 s. ISBN 0-262-11165-9.

KRUGMAN, Paul R; OBSTFELD, Maurice. *International Economics: Theory and Policy*. 8th ed. Boston : Pearson Education, 2009. 706 s. ISBN 0-321-49304-4.

LACINA, Lubor; RUSEK, Antonín. *Evropská unie : trendy, příležitosti, rizika*. Plzeň : Aleš Čeněk, 2007. 260 s. ISBN 978-80-7380-077-2.

MARKOVÁ, Jana. *Mezinárodní měnová spolupráce*. 1. vyd. Praha : Oeconomica, 2006. 270 s. ISBN 80-245-1053-7.

MILLER, Norman C. *International reserves, exchange rates, and developing-country finance*. 1st ed. Toronto : Lexington Books, 1982. 160 s. ISBN 0-669-04856-9.

MISHKIN, Frederic S. *The economics of money, banking and financial markets*. 9th ed. Boston : Pearson Education, 2009. 664 s. ISBN 0-321-64936-2.

NĚMEČEK, Eduard. *Mezinárodní měnový systém: Otázka konvertibility, stability a likvidity*. 1. vyd. Praha : Karolinum, 2000. 247 s. ISBN 80-246-0081-1.

PLHOŇ, Tomáš; HYKLOVÁ, Dáša. Až drak sežer orla. *Euro*. 2011, roč. 14, č. 7, s. 48-50. ISSN 1212-3129.

Elektronické publikace

BUREŠ, Jan. *Vypořádání obchodů s cennými papíry v EU* [online]. 2004, prosinec [cit. 2011-03-01]. Dostupný z WWW:
<http://www.europeum.org/doc/arch_eur/JBures_vyporadani_obchodu.pdf>.

EICHENGREEN, Barry J. Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition. *The National Bureau of Economic Research Working Paper Series* [online]. 2005, no. 11336 [cit. 2011-02-27]. Dostupný z WWW:
<<http://www.nber.org/papers/w11336.pdf>>.

EICHENGREEN, Barry J.; FLANDREAU, Marc. The Rise and Fall of the Dollar, or When did the Dollar Replace Sterling as the Leading Reserve Currency? *The Centre for Economic Policy Research Discussion Paper Series* [online]. 2008, no. 6869 [cit. 2011-02-27]. Dostupný z WWW:
<http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/rise_fall_dollar_temin.pdf>.

EICHENGREEN, Barry J.; FLANDREAU, Marc. The Federal Reserve, the Bank of England and the Rise of the Dollar as an International Currency, 1914-39. *Bank for International Settlements Working Paper Series* [online]. 2010, no. 328 [cit. 2011-02-10]. Dostupný z WWW:
<<http://www.bis.org/publ/work328.pdf>>. ISBN 1682-7678.

EICHENGREEN, Barry J.; MATHIESON Donald J. The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect. *International Monetary Fund Working Paper Series* [online]. 2000, no. 131 [cit. 2010-04-30]. Dostupný z WWW:
<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00131.pdf>>. ISSN 1934-7073.

FLANDREAU, Marc; JOBST, Clemens. The Economic Journal: The Empirics of International Currencies Network Externalities, History and Persistence. *The Economic Journal* [online]. 2009, no. 119, April [cit. 2011-02-10]. Dostupný z WWW:
<http://graduateinstitute.ch/webdav/site/iheid/shared/news/2010_01_28_news/econjournal.pdf>.

FRAIT, Jan. Intervence na devizových trzích v teorii a empirii. *Finance a úvěr* [online]. 1997, roč. 47, č. 10, s. 627-638. Dostupný z WWW:
<http://journal.fsv.cuni.cz/storage/2777_199710jf.pdf>.

International Financial Statistics [CD-ROM]. Washington DC : IMF, 2010, September [cit. 2011-03-31]. Dostupný z WWW:
<<http://www.imf.org/external/data.htm#data>>.

JÁCOME, Luis I.; LÖNNBERG, Ake. Implementing Official Dollarization. *International Monetary Fund Working Paper Series* [online]. 2010, no. 106 [cit. 2011-03-03]. Dostupný z WWW:
<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10106.pdf>>.

KENNEN, Peter B. *Exchange Rates and the Monetary System : Selected Essays of Peter B. Kennen* [online]. 1994, [cit. 2011-03-04]. Dostupný z WWW:
<http://www.google.com/books?hl=cs&lr=&id=Mck96D7yMO0C&oi=fnd&pg=PA319&dq=role+of+dollar&ots=5fB_fCtSmJ&sig=KWs-SGCon84MkLUF9rukLPA-PKw#v=onepage&q&f=false>.

MOMANI, Bessma. *GCC Oil Exporters and the Future of the Dollar* [online]. 2006, [cit. 2011-02-26]. Dostupný z WWW:
<<http://politicalscience.uwaterloo.ca/~bmomani/RIPE-%20GCC%20Oil%20Exporters%20and%20Future%20of%20the%20Dollar.pdf>>.

MACHALA, Karel. *Dolar, jen a euro: pohled do historie* [online]. 2004, květen [cit. 2010-05-01]. Dostupný z WWW:
<<http://bankovnictvi.ihned.cz/c1-14388360-dolar-jen-a-euro-pohled-do-historie>>.

WOOLDRIDGE, Philip D. International Banking and Financial Market Developments: The Changing Composition of Official Reserves. *Bank for International Settlements Quarterly Review Series* [online]. 2006, September [cit. 2011-03-03]. Dostupný z WWW:
<http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0609.pdf>. ISSN 1683-013X.

Internetové portály

ČSOB. Dostupný z WWW:
<www.csob.cz>. [cit. 2011-03-28].

BIS – Trinnial Central Bank Survey 2010. Dostupný z WWW:
<<http://www.bis.org/publ/rpfxfl0t.pdf>>. [cit. 2011-03-26].

ECONSTATS. Dostupný z WWW:
<<http://www.econstats.com/index.htm>>. [cit. 2011-03-20].

Evropská centrální banka. Dostupný z WWW:
<<http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>>. [cit. 2011-03-21].

Federal Reserve Economic Data. Dostupný z WWW:
<<http://research.stlouisfed.org/fred2/>>. [cit. 2011-03-02].

IMF – COFER. Dostupný z WWW:
<<http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>>. [cit. 2011-03-28].

Mezinárodní měnový fond. Dostupný z WWW:
<www.imf.org>. [cit. 2011-03-04].

Oikonomikos 2010. Dostupný z WWW:
<<http://stat.rs.opf.slu.cz/>>. [cit. 2011-03-26].

Světová banka. Dostupný z WWW:
<<http://www.worldbank.org/>>. [cit. 2011-03-26].

WTRG Economics. Dostupný z WWW:
<<http://www.wtrg.com/>>. [cit. 2011-03-02].

SEZNAM ZKRATEK

apod.	a podobně
BIS	Banka pro mezinárodní platby
CB	centrální banka
CHF	švýcarský frank
COFER	Currency Composition of Foreign Exchange Reserves
CZK	česká koruna
č.	číslo
ČR	Česká republika
DEM	německá marka
ECB	Evropská centrální banka
ECU	Evropská měnová jednotka
EMU	Evropská hospodářská unie
EU	Evropská unie
EUR	euro
FRF	francouzský frank
GATT	Všeobecná dohoda o clech a obchodu
GBP	britská libra
HDP	hrubý domácí produkt
IFS	International Financial Statistics
IMF	Mezinárodní měnový fond
JPY	japonský jen
mil.	milion
mld.	miliarda
např.	například
NLG	nizozemský gulden
OPEC	Organizace zemí vyvážejících ropu
p.b.	procentní bod
PPP	parita kupní síly
SDR	Zvláštní práva čerpání
SEK	švédská koruna
tzv.	tak zvaný
USA	Spojené státy americké
USD	americký dolar

SEZNAM GRAFŮ

- Graf 3.1** Struktura devizové části rezerv Švýcarska, Norska, Itálie a Španělska v letech 1920 – 1936 v uvedených měnách (mil. USD)
- Graf 3.2** Struktura devizových rezerv Švýcarska, Norska, Dánska, Československa, Itálie, Španělska, Finska, Portugalska, Japonska a Nizozemí v letech 1923 – 1933 v uvedených měnách (mil. USD)
- Graf 3.3** Dolarové a librové směny bankou akceptované v letech 1927 – 1937 (prosinec), v mil. GBP
- Graf 3.4** Struktura oficiálních světových devizových rezerv v letech 1950, 1960, 1971 (%)
- Graf 3.5** Světová cena ropy a kurz amerického dolaru (1973 = 100) v letech 1971 – 1998
- Graf 3.6** Struktura světových devizových rezerv v letech 1975 - 1981 v uvedených měnách (%)
- Graf 3.7** Struktura světových devizových rezerv v letech 1982 - 1992 v uvedených měnách (%)
- Graf 3.8** Struktura světových devizových rezerv v letech 1990 - 1998 v uvedených měnách (%)
- Graf 4.1** Vývoj podílu vybraných ekonomik na světovém HDP v letech 1991 – 2010 (v %)
- Graf 4.2** Podíl exportu na HDP vybraných zemí v letech 1991 – 2009, v %
- Graf 4.3** Vývoj kurzu USD/EUR v letech 01/1999 – 03/2011, měsíční průměry
- Graf 4.4** Odhady ČSOB spotového kurzu a forwardové kurzy USD/EUR v letech 1Q/2011 – 2Q/2012
- Graf 4.5** Vývoj podílu eura ve světových devizových rezervách a v devizových rezervách vyspělých a rozvojových, včetně rozvíjejících se ekonomik, v letech 1999 – 2009 (%)
- Graf 4.6** Podíl měn na světových devizových rezervách v letech 1Q/1999 – 3Q/2010 (%)
- Graf 4.7** Podíl měn na obratu světového devizového trhu v letech 2001, 2004, 2007, 2010 (%)
- Graf 4.8** Podíl vybraných párových kurzů na obratu světového devizového trhu v letech 2001 a 2010 (%)
- Graf 4.9** Objem neukončených vkladů nerezidentů příslušného území mimo tuto oblast v letech 1999 – 2009, konec roku (mld. USD)
- Graf 4.10** Podíl neukončených vkladů uskutečněných nerezidenty ve měně příslušné země mimo tuto zemi v letech 1999 – 2009 (%)

SEZNAM TABULEK

Tabulka 3.1 Funkce světové měny

Tabulka 3.2 Struktura oficiálních světových rezerv v letech 1899 – 1947 (podíly v % při přepočtu na USD)

Tabulka 4.1 10 zemí s největším objemem devizových rezerv v letech 2006 – 2009 (mil. SDR)

Tabulka 4.2 Korelační koeficienty podílu USD (EUR) ve světových devizových rezervách a měnového kurzu USD/EUR za období 1Q/2000 – 4Q/2010

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 28. dubna 2011

.....
Bc. Gabriela Neuvirtová

Adresa trvalého pobytu studenta:

Na Kopci 439, 747 64 Velká Polom